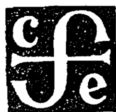
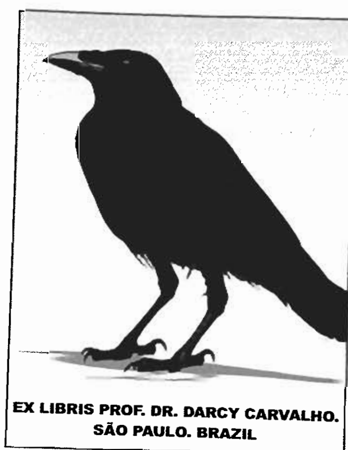
LESTER V. CHANDLER
Profesor Ayudante de Economía, Amherst College

Introducción a la Teoría Monetaria

Versión española
de
Manuel Giménez



FONDO DE CULTURA ECONOMICA
Pánuco, 63 - México


EX LIBRIS PROF. DR. DARCY CARVALHO.
SÃO PAULO. BRAZIL

A
E. R. C.

PROLOGO

ESTE LIBRO *fué escrito y concebido porque el autor no lograba encontrar obras adecuadas para estudiantes de moneda y banca. Aunque muchos de los textos que existen sobre este amplio tema estudian satisfactoriamente la historia, estructura, mecánica, leyes y estadísticas de los sistemas monetarios y de banca, son, sin embargo, menos satisfactorios al tratar lo que el autor considera el problema básico de un curso de moneda y banca: las relaciones entre el dinero y la actividad económica y el bienestar, es decir, lo que comúnmente se conoce con el nombre de teoría monetaria. La mayoría de los libros de texto suelen tener varios defectos al tratar de la teoría monetaria. Son demasiado cortos para poder estudiar el tema de manera adecuada; presentan las teorías como si fuesen una serie de conclusiones, en vez de instrumentos analíticos y, en el mejor de los casos, subordinan el análisis a las conclusiones y exageran los conflictos entre las diferentes teorías, sin mostrar que muchas de las discrepancias no son más que diferencias de terminología, de método seguido al abordar el problema, o de poner el énfasis sobre un punto u otro, y que a menudo las diferentes teorías están de acuerdo sobre las causas básicas determinantes y llegan a conclusiones muy similares. Los estudios más superiores sobre teoría monetaria que están a nuestro alcance,*

en revistas y libros eruditos, son igualmente impropios para escolares que se inician en estos estudios, si bien por razones diferentes. La mayor parte de estos trabajos suponen un mayor conocimiento de los sistemas monetarios y de banca y de los principios esenciales de la teoría monetaria del que poseen los principiantes, siendo, por lo tanto, ininteligibles para ellos, en gran parte. Su terminología es demasiado técnica, son de naturaleza altamente polémica, pasando rápidamente sobre los numerosos puntos en que están de acuerdo, para tratar con detalle aquellos en que sus opiniones divergen, y aun cuando fuesen adecuados para principiantes, se encontrarían tan desperdigados a través de libros y de revistas que su ordenación y recopilación se haría muy difícil y su costo prohibitivo. Estos estudios, aunque de valor para los economistas, pues ponen a disposición de los demás el resultado de sus investigaciones y sirven para aclarar polémicas y, finalmente, resolverlas, no pueden ser utilizados satisfactoriamente por los no iniciados.

La intención de este libro es marcar un rumbo intermedio entre la insuficiencia de los libros de texto corrientes y la dificultad excesiva, desde el punto de vista del principiante, de los trabajos más avanzados y polémicos.

Asumiendo sólo un conocimiento elemental de teoría económica y del funcionamiento y bases mecánicas de los sistemas de moneda y banca, pretende mostrar los principios esenciales de los principales tipos de teorías

monetarias modernas, e indicar brevemente cómo y hasta qué punto pueden reconciliarse y fundirse estas teorías. No constituye una historia de las teorías monetarias, y no pretende analizar las teorías expuestas por economistas determinados. Pretende, por el contrario, clasificar las teorías individuales en grupos generales, y presentar después lo que el autor considera ser la forma más exacta de cada grupo general de teorías. Para seguir este plan más bien que indicar los puntos de divergencia ha sido necesario poner de relieve las zonas de coincidencia. Tal sistema suprime, evidentemente, muchos argumentos estimulantes pero basa su defensa en que es necesario un conocimiento de los principios básicos aceptados por todos antes de poder apreciar el significado de las controversias. Y este libro, como su nombre lo indica, no pretende ser más que una introducción a la teoría monetaria. Aquellos que deseen ir más allá en su estudio de este tema podrán encontrar en el apéndice una lista escogida de lecturas suplementarias y más adelantadas correspondientes a cada capítulo del libro.

Como anteriormente se ha indicado, este libro está especialmente dedicado a aquellos estudiantes que han sido ya iniciados por lo menos en la teoría económica elemental y que conocen algo de la mecánica y de la manera de operar de los sistemas de moneda y banca. Espera el autor, por lo tanto, que sea de mayor utilidad hacia el final del primer curso de moneda y banca o durante el segundo curso de esta asignatura; expresando, sin embargo, la esperanza de que les sea útil a estu-

diantes de ciclos económicos que no posean los conocimientos necesarios de teoría monetaria y a estudiantes ya graduados que lo puedan utilizar para repasar los principios básicos y adquirir así base y perspectiva para sus estudios de problemas más avanzados y controvertidos.

Desea el autor expresar su agradecimiento a una serie de amigos por su generosa ayuda en la preparación de este libro. Charles R. Whittlesey, Karl R. Bopp, Arthur D. Gayer, Charles W. Cole, Nelson H. Eddy, Isaiah Finkelstein, John Good y Ralph Bowen leyeron el manuscrito en diferentes momentos de su gestación e hicieron indicaciones que condujeron a la eliminación de muchas de sus imperfecciones. El autor acepta, sin embargo, completa responsabilidad por las deficiencias que aún se encuentren en el libro.

CAPITULO I

EL DINERO Y EL PROCESO ECONOMICO

Introducción

No HACEN falta muchos argumentos para convencer a individuos que formen parte de sistemas económicos modernos de que el dinero es un instrumento cuyo empleo está muy extendido. Casi todo el mundo lo usa a diario en sus negocios y transacciones personales y lo utiliza como unidad de valor y de contabilidad. No se puede decir, sin embargo, que esta asociación constante con el dinero haya dado como resultado un conocimiento profundo de su naturaleza. Sigue siendo uno de los instrumentos económicos de uso común menos comprendidos por la mayoría. ¿Cuál es la finalidad fundamental del dinero? ¿por qué se utiliza en todos los sistemas económicos que han salido ya del estado de autarquía familiar? ¿hasta qué punto ha desempeñado satisfactoriamente sus funciones? ¿a qué tipo de alteraciones es propenso? ¿qué malestares económicos se pueden atribuir a las alteraciones monetarias? ¿hasta qué punto es posible solucionar los problemas económicos mediante el control del dinero? ¿cuáles son las consecuencias de las políticas monetarias de inflación y deflación? He aquí algunas de las importantes pre-

guntas que se hacen sobre el dinero y que se estudian en este capítulo y en los siguientes.

La Finalidad Fundamental del Dinero: Facilitar el Intercambio

La utilidad del dinero estriba en que las unidades económicas no son independientes, sino que están ligadas unas a otras. La organización actual de la producción se basa en el principio de la especialización, especialización de personas, de empresas y de regiones. La productividad enormemente mayor de los sistemas económicos modernos se debe en gran parte a este complejo sistema de especialización y al mayor conocimiento de los métodos de producción con los que está tan íntimamente relacionada. Pero tal sistema tiene necesariamente que ser una economía de cambio. Nadie dedicará su tiempo y su esfuerzo a la creación de un producto o servicio que no satisficiera sus propios deseos a menos que pueda canjearle por artículos deseados por él y producidos por otros. La superioridad de la especialización como técnica de producción es requisito previo para una economía de cambio, pero el grado de especialización a que se puede llegar está supeditado en gran parte a la facilidad de llevar a cabo esos cambios.

Se podrá efectuar cierta cantidad de intercambios mediante el sistema de trueque, es decir, el cambio directo de una mercancía por otra. Todavía se lleva a cabo en esta forma una cierta parte del comercio, pero los inconvenientes del sistema de trueque son tan grandes

que el intercambio y, por lo tanto, la especialización no podrían nunca haber llegado a su estado actual de desarrollo si no hubiera existido más método que ese.

Funciones específicas del dinero.—Precisamente a causa de las desventajas del trueque las economías de cambio se convierten en economías de dinero en las primeras etapas de su desarrollo. El dinero es estéril, en tanto que por sí mismo no es capaz de producir nada útil, pero su productividad indirecta es considerable, pues facilita el intercambio y la especialización. El dinero desempeña su función fundamental de "gran rueda de la circulación, gran instrumento del comercio" al llevar a cabo dos funciones primordiales concretas: en primer lugar sirve de unidad de cuenta, o medida común del valor de las cosas. Del mismo modo que las unidades de longitud, como el metro, el centímetro y el milímetro nos permiten medir distancias en términos cuantitativos, la unidad monetaria nos sirve para expresar en términos suyos el valor de las mercancías. En una economía de dinero es cosa fácil determinar los valores relativos en cambio de las mercancías al comparar sus precios respectivos en el mercado, expresados en términos de unidades monetarias. Es igualmente fácil sumar y restar el valor de las mercancías con propósitos de contabilidad. En segundo lugar, el dinero facilita el comercio pues sirve de medio de intercambio, es decir, es un artículo de aceptación general para los pagos. En una economía monetaria el poseedor de una mercancía o de un servicio que desee cambiarlos, no tiene necesidad de perder su tiempo o sus energías buscando a alguien

que tenga la mercancía que él desea, y que a su vez esté dispuesto a aceptar la que él ofrece; le basta con vender su artículo por dinero, mercancía que a su vez es aceptada por la inmensa mayoría. Y en el caso de que deseara cambiar un artículo de gran valor por muchos de valor pequeño, la dificultad que se presenta es resuelta mediante el dinero. Siempre que éste esté subdividido en las monedas adecuadas.

Además de desempeñar las dos funciones primarias de unidad de cuentas y de medio de intercambio, el dinero realiza otras dos funciones derivadas o subsidiarias: las de servir de *unidad de pagos diferidos* y de *portador de valor.*

Sirve de unidad de pagos diferidos cuando se establecen en términos de dinero obligaciones de pagos futuros. Estas obligaciones tienen su origen en dos tipos generales de transacciones, a saber: *1)* aquellas en que una de las partes contratantes acuerda entregar una cierta cantidad de mercancías, servicios o valores es una fecha futura a cambio de una cierta cantidad de dinero pagadera también en el futuro. Se incluyen en este grupo los contratos a largo plazo de trabajo, de mercancías y usufructo de propiedades. *2)* El segundo tipo de transacciones que dan lugar al empleo del dinero como unidad de pagos diferidos incluye las transacciones de crédito (o deuda) en las que el acreedor cede objetos de valor en un momento dado, a cambio de lo cual el deudor se compromete a pagarle en dinero en una fecha futura. El volumen de deudas existentes en forma de

pagarés, letras de cambio, hipotecas, bonos y títulos de la deuda alcanza miles de millones de dólares. Debido en parte a la existencia de este enorme volumen de obligaciones expresadas en términos de dinero, los cambios en el valor del dinero adquieren una importancia tan capital.

El dinero puede también ser utilizado como portador de valor, aunque esta cualidad también la poseen, prácticamente, todos los demás bienes económicos, y en especial las mercancías no perecederas. El que recibe dinero puede, bien gastarlo inmediatamente o conservarlo durante días, meses o años, antes de pasarlo a otras manos. Esto, sin duda alguna, es algo muy conveniente, pues, en realidad, se está conservando un artículo cuyo poder adquisitivo está generalizado y que puede utilizarse en cualquier momento con el propósito que sea más conveniente. El empleo del dinero como portador de valor no deja, sin embargo, de tener sus inconvenientes. En primer lugar la cantidad de valor almacenada en el dinero es con frecuencia muy variable, de modo que su poseedor puede conseguir una ganancia no ganada por él mismo, o sufrir una pérdida no merecida. Y, en segundo lugar (ya hablaremos más ampliamente sobre este tema más adelante), el empleo del dinero como portador de valor o, hablando con mayor propiedad, las fluctuaciones en este empleo del dinero pueden dar lugar a alteraciones del funcionamiento del sistema económico.

Por lo tanto, en los sistemas monetarios, el dinero representa el papel de medio de intercambio, intermediario en el canje de mercancías por servicios. Mer-

cancías y servicios se cambian por dinero, independientemente de que estos cambios se realicen en un plazo muy corto o a lo largo de una serie de años, y este dinero es empleado en la adquisición de otras mercancías y servicios. Por lo tanto, una economía monetaria es necesariamente, en cierto modo, un sistema de precios. Cuando se cambian cosas tiene que existir una relación entre ellas, y la palabra "precio" indica el número de unidades de dinero necesarias para comprar una mercancía o un servicio. En este sentido toda economía de dinero, bien sea capitalista, comunista, socialista o fascista, implica la existencia de un sistema de precios. Pero el nombre "sistema de precios" ha llegado a identificarse con un tipo especial de economía de dinero, el sistema capitalista del *laissez-faire* en el que las actividades económicas están controladas no por una autoridad central, sino por las decisiones libremente expresadas de productores y consumidores, cada uno de los cuales hace todo aquello que, dadas las circunstancias, le parece más conveniente para sus intereses. Se ha llamado sistema de precios a este tipo de economía porque en él las preferencias económicas de las individuos están gobernadas en alto grado por los precios. Los industriales deciden cuál ha de ser el tipo y el volumen de su producción después de comparar los precios a que se les pagará, con los precios (costos) que tienen que pagar por las mercancías y servicios necesarios para la producción. La selección que hacen los obreros de la clase y, hasta cierto punto, de la cantidad de trabajo que van

a realizar, está también supeditada a los precios que puedan lograr por sus servicios en las diferentes industrias. El valor de otros auxiliares de la producción se establece del mismo modo. Y la decisión sobre qué clase y qué cantidad de productos se van a consumir está también muy influenciada por la altura relativa de los precios. Vemos, por lo tanto, que el precio influye en todas las decisiones económicas.

La Influencia del Dinero en el Funcionamiento de la Economía

No se debe, sin embargo, llegar con demasiada rapidez a la conclusión de que puesto que el dinero se utiliza en tan gran cantidad de transacciones económicas y que el precio influye en tantas decisiones, el dinero ejerce una influencia independiente en el funcionamiento del sistema económico. Se podría imaginar, lógicamente, que el dinero desempeña un papel de auxiliar útil, pero puramente pasivo, que no hace más que transmitir las decisiones de los productores y consumidores, sin añadir influencia alguna propia, de tal modo que pudiera ser ignorado en tanto que factor causante. Y, en realidad, muchos economistas, y en particular los de la llamada escuela clásica, a quienes interesaba especialmente la economía a "largo plazo", han aconsejado repetidas veces no dar demasiada importancia a la influencia independiente del dinero. Se dieron cuenta de la importancia del dinero y hasta la subrayaron como expediente para ahorrar trabajo, y des-

cribieron, como ya hemos dicho anteriormente en este capítulo, las grandes dificultades que presenta el intercambio cuando éste se lleva a cabo mediante el sistema de trueque. Pero insistían en que, normalmente, el empleo del dinero no afecta al funcionamiento de la economía más que en cuanto facilita el intercambio; sostenían que en una economía de dinero la cantidad total de empleo, el volumen de la producción, las clases y proporciones de las diferentes mercancías y servicios producidos y consumidos, el valor en cambio de las diferentes mercancías y servicios existentes en el mercado y la distribución de la riqueza real y de los ingresos entre los miembros de la comunidad son, generalmente, los mismos que existirían en una economía altamente desarrollada y eficaz a base de trueque, si tal economía fuese factible. Los economistas clásicos estaban tan convencidos de la validez de esta tesis que basaban gran parte de su análisis en términos de trueque, a pesar de que estaban tratando de explicar el funcionamiento de una economía monetaria. Esta visión de la importancia, o, mejor dicho, de la insignificancia, del dinero ha sido expuesta con especial claridad por John Stuart Mill:

"Hay que subrayar, sin embargo, que el mero hecho de introducir un sistema especial de intercambio, consistente en cambiar primero una cosa por dinero y a continuación ese dinero por otra cosa, no modifica el carácter esencial de las transacciones..."

"En resumen, no puede existir nada más insignificante, intrínsecamente, en la economía de la sociedad,

que el dinero; menos en su aspecto de artificio para ahorrar tiempo y trabajo. Es un instrumento para hacer con rapidez y comodidad lo que sin él también se haría, aunque con menos comodidad y rapidez; y, como le pasa a otras muchas máquinas, únicamente ejerce una influencia clara e independiente cuando se estropea".

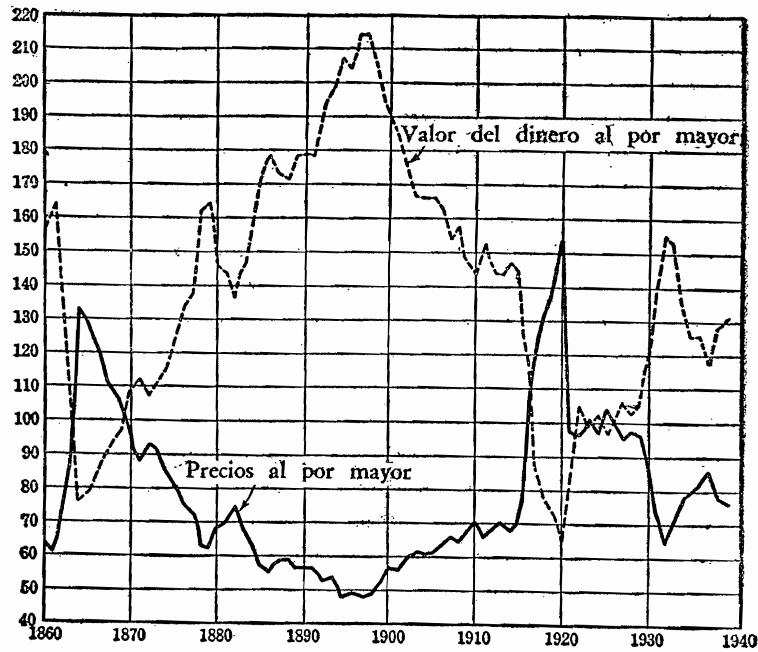
"La introducción del dinero no influye en el funcionamiento de ninguna de las leyes del valor expuestas en los capítulos anteriores. Las razones que hacen que el valor temporal de las cosas, o su valor de mercado, dependa de la oferta y la demanda, y su valor medio y permanente del costo de producción son tan aplicables en un sistema de dinero como en un sistema de trueque. Aquellas que en un sistema de trueque serían cambiadas entre sí, si se venden por dinero se venderán por cantidades iguales, y el intercambio continuará, aunque el proceso de cambio consistirá en dos operaciones en lugar de una sola. La relación entre las mercancías no habrá sido alterada por el dinero; la única relación nueva que se establece es su relación con el dinero; por cuánto dinero se podrán cambiar; en otras palabras, la manera en que se determina el valor en cambio del dinero mismo".[1]

Si el dinero hubiera desempeñado siempre a la perfección sus funciones, los economistas clásicos hubieran tenido razón; sus efectos hubieran sido indiferentes y hubieran podido ser pasados por alto, por lo tanto, en explicaciones del funcionamiento de la economía, o se

[1] *Principios de Economía Política,* lib. III, cap. VII, § 3.

le hubiera prestado, cuando más, la atención que se da a cualquiera de tantos cientos de artificios para ahorrar trabajo que se emplean con propósitos económicos. Desgraciadamente, sin embargo, ningún sistema monetario de los que hasta ahora existen ha funcionado perfectamente y ni siquiera se ha acercado a la perfección; cada uno de ellos ha mostrado una tendencia desdichada a "estropearse" y a ejercer "una influencia clara e independiente". Naturalmente que los economistas clásicos reconocían esta realidad, pero creían que las alteraciones monetarias eran lo bastante poco frecuentes, y los disturbios que de ellas se derivaban lo bastante insignificantes para ser pasados por alto sin que anulasen un análisis en términos de trueque, sobre todo cuando la finalidad de este análisis era, más bien que los de corto plazo, los fenómenos de largo plazo. Los teóricos monetarios modernos, por el contrario, han llegado a la conclusión de que el dinero está prácticamente siempre "estropeado", aunque en diferentes maneras y en un grado que varía, y que este mal funcionamiento del dinero produce efectos significativos sobre el volumen global del empleo y de la producción, sobre las cantidades relativas y los valores en cambio de las mercancías manufacturadas y vendidas y sobre la distribución de la riqueza real y de los ingresos entre los miembros de la comunidad. Estos efectos son esencialmente importantes en el corto plazo y son capaces de alterar de modo significativo la conducta a largo plazo de la economía, pues, al fin y al cabo, el largo plazo está cons-

tituído por una serie de plazos cortos, cada uno de los cuales es afectado por los desarrollos monetarios. Debido a su influencia sobre la cantidad y los tipos de empleo y de producción y sobre la distribución de la riqueza real y de los ingresos, es tan importante el dinero como tema de estudio.



CUADRO I

Precios al por mayor y valor del dinero en términos de bienes al por mayor en Estados Unidos, 1860-1939. (1926 = 100.)

El funcionamiento poco satisfactorio del dinero está estrechamente relacionado con las fluctuaciones de su

valor.[2] Si el dinero ha de servir de modo satisfactorio como unidad de medida del valor de los bienes económicos y como unidad de pagos diferidos deberá poseer un valor constante o casi constante. Es fácil imaginarse la confusión y las injusticias que resultarían si la unidad de peso, el kilo, por ejemplo, disminuyera en dos terceras partes durante un cierto período, para después aumentar al doble durante el siguiente. Y, sin embargo, el dinero, que es quizá la unidad más importante de medida de todo el sistema económico, no ha sido nunca una unidad constante, ni siquiera casi constante. Citando sólo dos entre muchos casos, el valor en cambio del dólar bajó en dos terceras partes entre 1897 y 1920, para doblar luego su valor entre 1920 y 1932.[3] Cambios de un 10% o más en el valor del dinero son bastante frecuentes de un año a otro.

[2] Es corriente entre economistas manifestar que la influencia del dinero sobre el funcionamiento de la economía se debe a las fluctuaciones en el valor del dinero. Esto no es completamente cierto. Si se lleva el análisis un paso más atrás se encontrará que la influencia del dinero emana de las variaciones en la cantidad de dinero que se gasta (es decir, demanda de dinero) en relación con la oferta de mercancías y servicios que se pueden comprar con dinero. Y, como se subrayará más adelante, las fluctuaciones en la abundancia de dinero pueden efectuar cambios en la cantidad de mercancías y de servicios producidos y vendidos aun cuando los precios de éstos se mantengan constantes. Esto puede suceder cuando haya artículos producidos y vendidos por monopolistas que mantengan precios inflexibles; es, sin embargo, muy poco probable que esto suceda en el caso de artículos producidos y vendidos en condiciones que se acerquen a la competencia perfecta.

[3] Esto se refiere al valor del dinero con relación a las mercancías al por mayor.

El Valor del Dinero

Hace falta salirse del tema durante unos cuantos minutos para hacernos la siguiente pregunta "¿Qué queremos decir con la expresión *valor del dinero?*" Puesto que el dinero se emplea generalmente como unidad de cuentas, el valor en cambio de los demás bienes económicos se establece, en general, en términos de dinero. Un producto que puede ser vendido en el mercado por dos pesos, tiene un "valor" de dos pesos, o sea, puede comprar dos pesos en el mercado. Pero no tendría sentido medir el dinero en términos de sí mismo; evidentemente un peso siempre equivale a un peso. Con la expresión "valor del dinero" se sobreentiende el poder adquisitivo del dinero, es decir, la capacidad que posee cada unidad monetaria de ser canjeada por mercancías y servicios. El valor del dinero está, por lo tanto, claramente relacionado con el nivel de los precios; viene a estar colocado en una posición recíproca al nivel general de los precios. Cuando el nivel de precios es alto, el valor del dinero —es decir, su capacidad adquisitiva— es bajo. Y cuando el nivel de precios es bajo, el valor del dinero es alto. Al leer los capítulos que vienen a continuación se debe tener presente esta relación inversa entre el nivel de precios y el valor del dinero.

Números Indice.—Para medir los movimientos del nivel de los precios (o precios medios) se utilizan índices. Un índice de precios es un número que indica el nivel de los precios medios en un momento dado, con relación

a su nivel en otra fecha que se toma como base. A continuación damos como ejemplo los índices de los precios medios al por mayor en los Estados Unidos, en tres fechas diferentes. En este caso se tomó como base el año 1926:

Año	*Indice de precios al por mayor*
1920	154
1926 (año base)	100
1932	65

es decir, se compara el nivel de precios de mercancías al por mayor de ciertos años con el nivel que predominó durante el año 1926. El índice durante el año que se toma como base es 100. El índice de 154 que obtenemos en 1920, indica que el nivel de precios al por mayor durante ese año estaba un 54% más alto que en 1926. Una cantidad de mercancías al por mayor, que en 1926 costaban Dls. 100, hubieran costado Dls. 154 en 1920. El índice de 65 que encontramos en 1932 indica que el nivel de precios al por mayor en 1932 era únicamente un 65% de 1926. Con Dls. 65 se hubiera comprado en 1932 la misma cantidad de mercancías al por mayor que en 1926 costaba Dls. 100.

Sin embargo, los precios medios cuyos movimientos indica un índice de precios no representan todas las mercancías dando a todas ellas igual importancia. Pues dar igual importancia al precio de los alfileres que al del trigo sería tan absurdo como tener en lo mismo un examen parcial de diez minutos que un examen de final de carrera. Se trata, por lo tanto, de que los índices

de precios indiquen el movimiento de los precios medios, medidos de tal modo que se dé a cada uno de ellos la importancia que le corresponda según el volumen de la producción, consumo o movimiento comercial del producto a que se refiera.

Se han creado índices para observar el comportamiento de muchas clases de precios medios. Entre los índices que se utilizan con mayor frecuencia están los siguientes: *1)* índice del nivel general de precios de todas las mercancías, servicios y valores que se venden y compran mediante dinero, *2)* índice de precios al por menor, *3)* índice de precios al por mayor, y *4)* índice del costo de la vida. La posición recíproca de cada uno de estos índices indica las alteraciones en el poder adquisitivo del dinero de aquellas cosas cuyos precios están incluídos en el índice.[4] Las alteraciones del nivel de precios tendrían muy poca o ninguna importancia económica si los precios de todos los productos sufriesen alteraciones simultáneas y en la misma proporción. Si esto sucediese se observaría que las alteraciones en los

[4] La construcción de índices presenta grandes dificultades tanto en la teoría como en la práctica, dificultades que no podemos estudiar aquí con suficiente detenimiento. Bastará con decir que es necesario obtener con mucha exactitud los precios, que se deben poder comparar los precios obtenidos en fechas diferentes y que deben referirse al mismo artículo, que se deben asignar desde el principio los pesos debidos para cada uno de los precios y que estos pesos deberán ir ajustándose a medida que pase el tiempo, y que se debe elegir con cuidado la fórmula matemática que se emplea en la construcción del índice. Para un estudio más detallado de algunos de los problemas que presenta la construcción de índices, véase W. I. King, *Index Numbers Elucidated,* Nueva York, 1930.

precios de compra están compensadas por las alteraciones proporcionales en los precios de venta, de tal modo que la posición económica de la gente no sufriría alteración alguna. Por desgracia, sin embargo, los precios no se alteran de manera uniforme. Unos son muy susceptibles y cambian rápidamente, mientras que otros reaccionan lentamente, y aún entonces varían con lentitud.[5] Y precisamente a causa de esta falta de uniformidad en el comportamiento de los precios individuales los cambios de valor del dinero pueden ejercer efectos tan trascendentales sobre, *1)* la distribución de la riqueza real y de los ingresos, y *2)* el volumen de empleo y de producción.

Efectos de los Cambios de Valor del Dinero Sobre la Distribución de la Riqueza Real y de los Ingresos

Los cambios de valor del dinero pueden hacer cambiar la distribución de la riqueza, debido en parte a que las deudas se expresan en términos de dinero, y en parte a que los precios de algunas clases de riqueza varían más que los de otras.

Ya hemos visto que el dinero se utiliza comúnmente como unidad de pagos diferidos, es decir, que es la unidad en cuyos términos se expresan las deudas. El volumen de estas deudas de dinero que existe en la sociedad moderna, es muy considerable. Estadísticos competentes han calculado que en 1929 llegaba en los Estados Unidos del Norte a una cifra superior a Dls.

[5] En las pp. 87-88 se estudian las razones de los diferentes grados de uniformidad de los precios.

250,000 millones.[6] Es evidente que cada cambio en el valor del dinero altera el valor real de estas deudas. Si los precios suben entre el momento en que se crea la deuda y el momento en que ésta vence, el deudor se ve beneficiado, mientras que el acreedor sufre un perjuicio, porque la deuda es liquidada con dinero que contiene menos poder adquisitivo que el que se prestó en el momento que se creó la deuda. Pero si, por el contrario, los precios bajan entre la fecha en que se creó la deuda y el momento en que ésta se liquida, el deudor se ve obligado a devolver más poder adquisitivo del que le fué prestado.

Mediante un ejemplo se puede ver esto con mayor claridad. Supongamos que en un año en que el índice de precios es 100, el Sr. B. monta un negocio que requiere una inversión de $ 100,000, de los cuales pone él mismo $ 50,000 y pide prestados los $ 50,000 restantes al Sr. L. para devolvérselos a los diez años. Durante esos diez años el índice de los precios asciende de 100 a 200,

[6] The Twentieth Century Fund, *Debts and Recovery,* Nueva York, 1938, p. 1. He aquí, aproximadamente, unas cuantas de las partidas más importantes de la deuda (en millones):

Títulos de la deuda exentos de contribución......	$ 32.000
Volumen total de deudas en bonos..............	" 47.000
Hipotecas urbanas y rurales.....................	" 40.000
Deuda bancaria en forma de depósitos...........	" 47.000
Deudas a corto plazo pagaderas por bancos y por compañías no financieras......................	" 53.000
Deudas de las compañías de seguros a los poseedores de pólizas	" 12.000
Depósitos en bancos mutualistas de ahorros........	" 9.000
Deuda de las compañías de construcción y empréstitos a sus accionistas	" 5.000

y el valor en dinero de las propiedades compradas por el Sr. B. sube de $ 100,000 a $ 200,000. Al finalizar los diez años B. devuelve al Sr. L. sus $ 50,000, en pago de la deuda contraída, pero con esa cantidad no se podrá comprar ya más que el equivalente a lo que se compraba con $ 25,000 diez años antes. Los $ 150,000 que conserva B. en su poder, equivalen, en poder adquisitivo, a $ 75,000 diez años antes. Efectivamente, el alza de los precios ha hecho que se efectúe un traslado de poder adquisitivo a favor del deudor, que es equivalente a $ 25,000 en la época en que se realizó el préstamo. Pero, si suponemos que, por el contrario, los precios han sufrido un descenso del 50% durante los diez años, el traspaso de riqueza se habría efectuado en sentido opuesto. Pues en este caso le hubieran devuelto a L. $ 50,000 que representarían, en poder adquisitivo, el doble de lo que él había prestado, y B. hubiera sufrido las consecuencias, porque el valor en dinero de sus propiedades se hubiera reducido a $ 50,000, y hubiera perdido por entero la inversión primitiva. Teniendo en cuenta estos principios se entiende por qué los acreedores, poseedores de hipotecas, bonos y títulos de la deuda, pólizas de seguros y otras obligaciones expresadas en términos de dinero, se oponen tan tenazmente a una inflación. También es fácil ver por qué los deudores, ya sean propietarios de casas, agricultores, hombres de negocios o aquellos que pidan prestado con finalidades de consumo, encuentran tan odiosas las deflaciones.

Los cambios de valor del dinero también afectan

la redistribución de la riqueza, debido a que los precios de algunas clases de propiedades oscilan más y con mayor rapidez que los de otras. En períodos de alza general de precios, los dueños de aquellas propiedades cuyos precios suben más rápidamente, se benefician con respecto a los de aquellas cuyos precios se mueven con mayor lentitud. Y, del mismo modo, en épocas de descenso general de precios los dueños de propiedades cuyo precio baja con mayor velocidad sufren una pérdida con relación a aquellos cuyas propiedades sufren un descenso más lento.

Estos cambios en el valor del dinero van acompañados de grandes alteraciones en la distribución de los ingresos reales de la comunidad. Esto se debe a que algunas clases de ingresos monetarios varían más y con mayor rapidez que otras. Entre las que se alteran con lentitud destacan, entre otras, el interés, las rentas, pensiones, anualidades, sueldos de empleados públicos y, en un grado menor, los salarios de los obreros en la industria particular. Estas clases de ingresos están, a veces, reguladas durante períodos bastante largos por contratos todavía vigentes y que no pueden, por lo tanto, ser cambiados a menos que se rompa el contrato o que sea modificado. Y aun en aquellos casos en que no están sujetos por contratos, su libre movimiento suele estar entorpecido por la falta de elasticidad del mercado. En oposición a esto, nos encontramos la clase de ingresos monetarios más sujeta a oscilaciones, y que está constituída por las utilidades de las empresas, en las que

se incluyen las ganancias del capital de las sociedades anónimas. En épocas de alza de precios, aquellas personas cuyos ingresos monetarios son más susceptibles a las alteraciones ganan más que aquellas cuyos ingresos monetarios son más o menos fijos. Mientras que, por el contrario, en épocas de baja de precios la situación se modifica, y los que poseen ingresos más o menos fijos salen mejor parados que aquellos otros cuyos ingresos monetarios están más sujetos a alteraciones.

La capacidad que posee una inflación de cambiar la distribución de la riqueza y de los ingresos fué ampliamente demostrada por la terrible inflación alemana entre 1914 y 1923. Refiriéndose a este caso, Bresciani-Turroni comentaba lo siguiente:

"La inflación fué siempre un terrible instrumento para la redistribución de la riqueza. No sería posible estudiar la influencia de la inflación separadamente de las otras causas y motivos que actuaban paralelamente, es decir, de la guerra. Pero se puede afirmar en líneas generales que la inflación favoreció, en especial, a los industriales y a los propietarios de los medios materiales de producción, reforzando especialmente la posición de los capitalistas industriales; que provocó una baja de los salarios reales de los obreros; que diezmó o destruyó totalmente la antigua clase media de inversionistas que era propietaria de aquellos valores que producían lo que sólo con ironía se podía llamar entonces ingresos fijos, y que creó una nueva clase media de intermediarios, comerciantes, especuladores de bolsa al por me-

nor y pequeños *profiteers* de la depreciación de la moneda."[7]

Los desplazamientos de la riqueza y de los ingresos que tienen lugar durante deflaciones profundas son tan considerables como estos que acabamos de describir, sólo que se llevan a cabo en sentido contrario. Cualquier persona que hubiese contraído deudas u otras obligaciones monetarias antes de la grave baja de precios del año 1929 y siguientes podrá atestiguar sobre esto. Durante ese período millones de "propietarios" (agricultores, dueños de casas y accionistas) se encontraron con que la diferencia entre el valor de sus propiedades y la cantidad en que estaban hipotecadas, diferencia que a veces representaba todos los ahorros de su vida, había desaparecido por completo. La convicción que muchos tenían de que esto constituía una injusticia se manifestó por medio de huelgas de deudores, de reformas de la legislación de quiebras en tal forma que reforzaba la posición de los deudores y de peticiones generales de que se tomaran medidas inflacionistas.

Efectos de los Cambios de Valor del Dinero Sobre la Distribución de la Riqueza Real

Acabamos de ver que los cambios de valor del dinero suelen ir acompañados por desplazamientos considerables, imprevisibles y a menudo indeseables en la distribución de la riqueza e ingresos existentes. Estos efectos son bastante graves por sí solos. Pero son toda-

[7] Constantino Bresciani-Turroni, *The Economics of Inflation*, Londres, 1937, p. 286.

vía más graves otras fluctuaciones que traen consigo: las de la cantidad de hombres con empleo, y consecuentemente las del volumen de ingresos reales que se produce y que puede ser distribuído. En muchos períodos disminuye tánto el volumen de los ingresos sociales que aun aquellos individuos que reciben una participación creciente de él ven disminuir el valor absoluto de sus ingresos.

Bajo el sistema capitalista son los empresarios, cuyo objeto es elevar al máximo sus utilidades, quienes deciden el volumen de la producción. Cuando se observa un panorama brillante para las utilidades, los empresarios desdeñan los riesgos y están dispuestos a utilizar la mayor cantidad posible de los factores de la producción. En tales momentos los ingresos reales de la comunidad se acercan al máximo de que es capaz el sistema económico. Pero cuando el panorama de las utilidades se presenta poco favorable, y especialmente cuando se entrevé la probabilidad de pérdidas, los empresarios no consideran que les valga la pena emplear en la producción todo el capital, tierra y trabajo existentes. Este descenso en el volumen de empleo va acompañado, necesariamente, de una disminución de los ingresos reales de la comunidad.

Los cambios en el nivel de los precios repercuten en el volumen de la actividad de los negocios a través de sus efectos sobre las relaciones entre los costos y los precios de venta de los empresarios, y por consecuencia sobre el volumen de las utilidades de los empresarios.

Es de conocimiento público que los costos de los empresarios, que se componen en gran parte de sueldos y salarios, interés, rentas, impuestos y descuentos por depreciación y pérdidas por antigüedad del material, oscilan más lentamente que los precios de venta, tanto en períodos de alza como de baja. Por lo tanto, en una época de alza de precios los costos suben más lentamente que los precios de venta, y los empresarios obtienen recompensas mayores dilatando su margen de utilidades. Al mismo tiempo aumentan los ingresos reales y el volumen de empleo. En un período de baja de precios sucede todo lo contrario: los costos disminuyen con menor rapidez que los precios de venta, el margen de utilidades se reduce y en algunos casos llega hasta desaparecer completamente, decaen la actividad de los negocios y el volumen de empleo, los ingresos reales de la comunidad disminuyen. Estas son las condiciones que han llegado a ser conocidas con el nombre de "pobreza en medio de la abundancia". La mayor parte de la pobreza que existe en tales condiciones se debe a la existencia de una "demanda" insuficiente de las mercancías y los servicios que necesitan, a veces con gran urgencia, los obreros sin empleo, que nada desearían tanto como una oportunidad de trabajar. Estas condiciones no fueron consideradas por los economistas clásicos cuando insistían en la insignificancia del dinero como factor causante en el proceso económico.

Durante períodos de descenso de precios y de producción la clase que sufre una mayor disminución de sus

ingresos es la de los propietarios de los negocios y empresas. Pero los grupos llamados de "ingresos fijos" no dejan de sufrir pérdidas. Los propietarios de hipotecas, bonos y otras obligaciones, cuyos pagos principales e intereses no es posible cumplir ya, debido a la disminución de los ingresos, no tienen, que digamos, gran compensación al saber que el dinero que debían estar recibiendo, pero que en la realidad no reciben, posee ahora un mayor poder adquisitivo. Y el hecho de que el salario por hora represente también un aumento de poder adquisitivo no es mucho consuelo para el obrero sin trabajo, o para el que a lo más logra encontrar ocupación unas pocas horas por semana.

La Teoría Monetaria: su Objeto y su Campo de Acción

En los apartados anteriores debe haber quedado demostrado, a pesar de lo breves que son, que el comportamiento del dinero es tan importante que merece ser estudiado por todas aquellas personas que deseen comprender el funcionamiento del sistema económico actual. Esta rama de la economía, es decir, el comportamiento del dinero y su relación con el sistema económico, es lo que se conoce, en general, con el nombre de teoría monetaria. Y a este tema está dedicado el resto del libro.

Unos comentarios preliminares sobre el objeto y campo de acción de la teoría monetaria quizá fueran útiles para ayudar a colocar los capítulos siguientes en la perspectiva que les corresponde. El objeto y campo de ac-

ción de esta rama de la teoría económica han sido ya descritos en los siguientes términos generales: su finalidad es definir y explicar el comportamiento del dinero y su influencia sobre el funcionamiento del sistema económico. Es evidente, por lo tanto, que la descripción que dé cada cual de lo que a su modo de ver es el contenido específico de la teoría monetaria, variará según en lo que estime la naturaleza y grado de esas influencias. A continuación expondremos y estudiaremos brevemente algunas de las opiniones sobre este tema.

Ya hemos explicado el lugar que los economistas clásicos otorgaban a la teoría monetaria —y por economistas clásicos entendemos aquellos dedicados al estudio de los ajustes económicos a largo plazo o de las condiciones necesarias para el equilibrio estático—. Su opinión era que la función única y casi exclusiva de la teoría monetaria se reduce a explicar cómo se determina el valor del dinero, es decir, el nivel de los precios, en general. Sostenían que los demás fenómenos económicos estaban en su mayor parte definidos por factores no monetarios, sobre todo a largo plazo, que era el que les interesaba a ellos. Por lo tanto, la teoría monetaria de estos economistas estaba planteada de tal modo que enfocaba toda la atención sobre el valor del dinero.

Pero cuando la teoría económica general comenzó a interesarse por los problemas económicos de plazos cortos, y cuando se logró una mejor comprensión de la influencia del dinero, varió totalmente la opinión sobre el objeto y campo de acción de la teoría monetaria. La

preocupación principal de la teoría monetaria continuó siendo durante largo tiempo el valor del dinero; pero con la siguiente diferencia: los efectos que los aumentos y disminuciones en el valor del dinero ejercen sobre la actividad de los negocios fueron puestos de relieve. Para los economistas clásicos la explicación del valor del dinero constituía un fin en sí misma, pero al cambiar la actitud hacia los problemas económicos el valor del dinero tomó importancia a causa de su influencia sobre otros fenómenos económicos; se supuso que el orden de sucesión de causa a efecto sería el siguiente: del dinero al nivel de los precios, y de ahí al volumen de empleo y de producción a que se lanzarían los empresarios individuales. Este análisis, como podrán observar todos aquellos que estén familiarizados con la teoría general económica, asumía la existencia de competencia perfecta o casi perfecta en cada industria, que cada productor, convencido de que los precios existentes para su producto en el mercado estaban fuera de su control, y hasta de su influencia, se limitaría simplemente a amoldar sus actividades a los precios reinantes. Si en todos los mercados existiese competencia perfecta, sería en efecto cierto que el dinero podría influenciar las decisiones y actos de los empresarios individuales únicamente a través de su efecto sobre los precios existentes o futuros.

Recientemente, sin embargo, los economistas dedicados a estudios monetarios han llegado a pensar que la teoría monetaria estaba equivocada al establecer un orden de sucesión que iba desde las alteraciones en los precios a las alteraciones en el volumen de empleo y de

producción. Aunque admiten que este orden de sucesión existe en industrias que trabajan en condiciones que se acercan a la competencia perfecta, niegan que sea cierto en industrias en que existan fuertes elementos de monopolio, y en las que, por lo tanto, cada empresario tenga, y sepa que tiene, un cierto control sobre el precio del producto que vende. Bajo tales condiciones el dinero puede influir sobre la actividad de los negocios sin necesidad de actuar antes sobre los precios. Es imposible predecir, sin conocimiento previo de la clase de programa de precios y de producción que piensan seguir los monopolistas o cuasi-monopolistas, qué sucederá cuando cambie la demanda de sus productos en términos de dinero. En algunos casos el aumento o la disminución de la demanda en términos de dinero puede dar como resultado aumentos o disminuciones simultáneas tanto en los precios como en la producción. En otros casos los precios pueden mostrar la mayoría de los efectos del aumento o disminución de la demanda en términos de dinero sin que cambie casi nada la producción. Y existe la tercera posibilidad de que los efectos de los aumentos o disminuciones de la demanda en términos de dinero se manifiesten únicamente en un aumento o disminución de la producción, pero los precios se mantengan al mismo nivel durante un período más o menos largo, y es probable que esto suceda en industrias en que los precios son constantes, a causa de acuerdos tácitos o expresos entre las diferentes compañías asociadas, y entre las cuales sólo se puede llegar a un acuerdo sobre nuevos precios con gran dificultad. Es bastante significativo que en este último caso la influencia

del dinero sobre el volumen de la producción no sea trasmitido a través de sus efectos anteriores sobre los precios, sino que, por el contrario, se vean aumentados a causa de que los precios no se ajustan debidamente a la nueva situación. Debido en gran parte a que los economistas reconocen cada día más el predominio del poder monopolístico y la inflexibilidad de los precios en el sistema económico, el nivel de los precios debe compartir una posición central en la teoría monetaria moderna junto con los efectos del dinero sobre el comportamiento de la producción, aunque en algunos casos tenga que ceder a éstos la posición principal.

Debiéramos, quizá, prevenir al lector que el análisis que se lleva a cabo en este capítulo y en los siguientes está basado en la hipótesis de un sistema económico en el que el volumen de la producción y el nivel de los precios individuales están relativamente libres de un control central y son determinados por las preferencias y actos de compradores y vendedores. Este análisis no es aplicable a sistemas económicos como los de Rusia y Alemania, controlados por una autoridad central, a menos que se hagan múltiples e importantes salvedades.

CAPITULO II

TEORIA CUANTITATIVA: METODO DE TRANSACCIONES. PRINCIPIOS GENERALES

Introducción

De todas las teorías que intentan explicar la determinación del valor del dinero en cualquier momento dado, y las variaciones de su valor a través del tiempo, la llamada teoría cuantitativa, en sus diferentes formas, es la más antigua y la que ha ejercido mayor influencia. En la época romana nos encontramos ya con rudimentos de la teoría; durante la revolución de los precios que tuvo lugar en el siglo xvi, tomó una forma bastante más desarrollada y hacia finales del siglo xviii había sido ya enunciada con claridad, especialmente por Bodino, Cantillon y Hume, de una manera que se asemeja mucho a la de los teóricos cuantitativos modernos. Desde los días de Hume la teoría cuantitativa, en cualquiera de sus múltiples manifestaciones, ha sido aceptada por la mayoría de los economistas, a pesar de las numerosas críticas a que se ha visto sometida. La teoría cuantitativa, en su desarrollo, tomó dos formas generales, aunque ambas conducen a las mismas conclusiones. La primera, de la cual trataremos en este capítulo y en el siguiente, es la que se conoce, en general, con el nombre de "método

de transacciones". La segunda, de la que hablaremos en el capítulo IV, es la que recibe el nombre de "método de saldos en efectivo".

Antes de comenzar es necesario poner de manifiesto que el nombre "teoría cuantitativa" no representa con exactitud en la actualidad el tipo de análisis a que se refiere. Esta denominación era imagen fiel de la teoría a que se aplicó por primera vez, pero aunque el nombre no ha variado, su contenido ha sufrido una evolución tan grande que sería difícil reconocerlo. Entre la teoría cuantitativa de finales de la Edad Media, y la teoría cuantitativa de nuestros días no existe mayor relación que la que hay entre dos edificios de estos períodos. Esto se puede comprobar claramente con un rápido vistazo a la evolución de la teoría.

Su base se encuentra en la característica fundamental del dinero, es decir, en que el dinero no es útil por sí mismo y que tampoco existe una demanda de dinero por lo que éste sea en sí mismo. Por grande o por pequeño que sea su volumen total, la gente lo desea únicamente para utilizarlo, tarde o temprano, en la compra de otras cosas. Debido a ésto, decía la teoría cuantitativa en su forma primitiva y rudimentaria, el poder adquisitivo del dinero depende de las cantidades relativas que de él existan y de las cosas que con él puedan ser compradas. Si la cantidad de dinero es grande, en relación con el número de cosas que pueden ser compradas con él, el poder adquisitivo de cada unidad monetaria será pequeño, es decir, los precios estarán altos. Si, por el contrario, la

cantidad de dinero es pequeña en relación con lo que se puede comprar, los precios serán bajos. Se debe observar que, según esta teoría, lo importante para determinar el valor del dinero es la *cantidad* de dinero y no su "calidad", su "respaldo" o contenido de mercancías. La calidad del dinero afecta los precios únicamente en tanto que afecte la cantidad que de él exista.[1]

Por importante que sea la proporción entre la cantidad de dinero y la de mercancías que estén a la venta, ningún economista competente desde Hume hasta hoy ha creído en la existencia de una relación fija y automática entre la cantidad de dinero y su valor. Todos han estado de acuerdo en que los cambios en la oferta de dinero afectarán a los precios sólo por la influencia que tienen sobre el total de dinero que se gasta, y que no es necesario que esta cantidad total de dinero que se gasta guarde siempre relación con la cantidad de dinero. Se debe tener en cuenta, por lo tanto, otro factor: la velocidad o rapidez de circulación del dinero. Una misma unidad de dinero que se gasta diez veces durante cierto período de tiempo, ejerce la misma influencia sobre los precios que diez unidades de dinero que se gastan sólo una vez cada una durante ese mismo período. Un aumento en la velocidad de circulación del dinero tiende a aumentar la demanda de mercancías en términos de dinero y a elevar los precios, del mismo modo que si hubiera aumen-

[1] Más adelante veremos que las formas más desarrolladas de la teoría cuantitativa admiten también que el "respaldo" del dinero puede, a veces, afectar su velocidad de circulación, y, por lo tanto, su poder adquisitivo.

tado la oferta de dinero. Y, viceversa, una disminución de la velocidad de circulación tiende a reducir los precios y el volumen total de gastos, como sucedería con una disminución de la oferta de dinero.

Vemos, por tanto, que las versiones más elaboradas de la teoría cuantitativa reconocen tres factores *inmediatos* que determinan el nivel general de los precios, a saber: *1)* la cantidad de dinero, *2)* la velocidad de circulación del dinero, y *3)* el volumen de comercio que se ha de efectuar mediante dinero. Se dice a menudo que "el nivel general de los precios varía en razón directa de la cantidad de dinero y de su velocidad de circulación, y en razón inversa del volumen de mercancías y de servicios que pueden ser comprados mediante dinero". Y el origen de las variaciones del nivel de los precios se puede encontrar en las alteraciones de cualquiera o de varios de estos factores. Hay que subrayar que las versiones modernas de la teoría cuantitativa no sostienen que el nivel general de los precios dependa exclusivamente de la cantidad de dinero, o que las alteraciones de los precios deban ser provocadas necesariamente por alteraciones en la cantidad de dinero, o que cualquier cambio en la cantidad de éste dé necesariamente como resultado una alteración proporcional en los precios. Aquellos que critican la teoría cuantitativa bajo el supuesto de que defiende semejantes cosas discuten en vano, pues no hay nadie que sostenga nada de eso.

La Ecuación del Cambio

Los defensores de la teoría cuantitativa, para llevar su análisis más allá del estado embrionario que hemos indicado anteriormente, utilizan con fecuencia una *ecuación de cambio,* $MV = PT$, o algunas veces $\frac{MV}{T} = P$. En esta ecuación M representa la cantidad media de dinero de todas clases que existe en circulación en un cierto lugar y durante un período determinado. V, o velocidad de circulación, representa el número medio de veces que se gasta cada unidad de M en mercancías, servicios y valores a lo largo de un período determinado de tiempo. El producto MV representa, por tanto, la cantidad total de dinero que se gasta en toda clase de mercancías, servicios y valores durante el período de que se trate; representa el volumen total de la demanda que existe de esas cosas en términos de dinero. T, representa el volumen físico de cosas en que se gasta el dinero durante ese mismo período, es decir, el volumen real de comercio que se efectúa con dinero, tanto en mercancías o servicios, como en valores. P, representa el precio medio por unidad de T. Se ve en seguida que la ecuación es una perogrullada; el volumen total de dinero que se entrega a cambio de mercancías, servicios y valores (MV) es igual al valor en dinero de las mercancías, servicios y valores que se entregan a cambio de dinero (PT). Si, por ejemplo, 100 unidades de dinero (*pesos*) se gastan un promedio de 30 veces cada una durante un año en la compra de 1,500 unidades de mercancías, servicios y valores

que posean un precio medio de $2.00 cada unidad, los $3,000 de dinero gastado equivaldrán, evidentemente, al valor en términos de dinero de las cosas compradas.

Pero, a pesar de ser una perogrullada, la ecuación del cambio sigue siendo un poderoso instrumento para al análisis económico y para la investigación. En la ecuación están incluídos los tres determinantes *directos* o *inmediatos* del nivel de precios: *M, V* y *T,* y el nivel de precios varía en razón directa de *M* y de *V*, y en razón inversa de *T*. Es preciso recordar, sin embargo, que, a pesar de que a *M, V* y *T* se les ha otorgado generosamente la categoría de determinantes directos o inmediatos, no son en modo alguno los determinantes fundamentales del nivel de precios, sino que, por el contrario, están a su vez determinados por una multitud de hechos y de decisiones humanas.[2] Los determinantes fundamentales del valor del dinero se encuentran en los elementos conducentes a la ecuación del cambio y no en ella misma. Sin embargo, cualquier persona que intentase contender con esta multitud de influencias fundamentales sin clasificarlas en unos cuantos grupos generales, llegaría a encontrarse terriblemente embarullada en su análisis y vería su interpretación imposibilitada de una manera total. La ecuación del cambio permite al economista dedicado a problemas monetarios evitar todas estas dificultades, pues le suministra el armazón lógico dentro del cual puede ordenar su análisis y su interpretación. Nuestra tarea consistirá

[2] El Profesor Irving FISHER insiste en este punto. Véase *The Purchasing Power of Money,* Nueva York, 1926, pp. VIII, 74, 149, 150 y 182.

ahora en explicar por qué M, V y T se conducen del modo que lo hacen.

"M", la Cantidad de Dinero

M, es la cantidad media de dinero de todas clases que hay en circulación en un cierto lugar o región durante un cierto período de tiempo. Se puede dividir en dos grupos: *1)* efectivo en circulación, es decir, el total de metálico y de billetes fuera del que está en los bancos y en la Tesorería, y *2)* aquellos depósitos en los bancos que pueden ser retirados mediante cheques.[3] Aunque los cheques mediante los cuales se transfiere de una persona a otra la propiedad de los depósitos a la vista tienen la

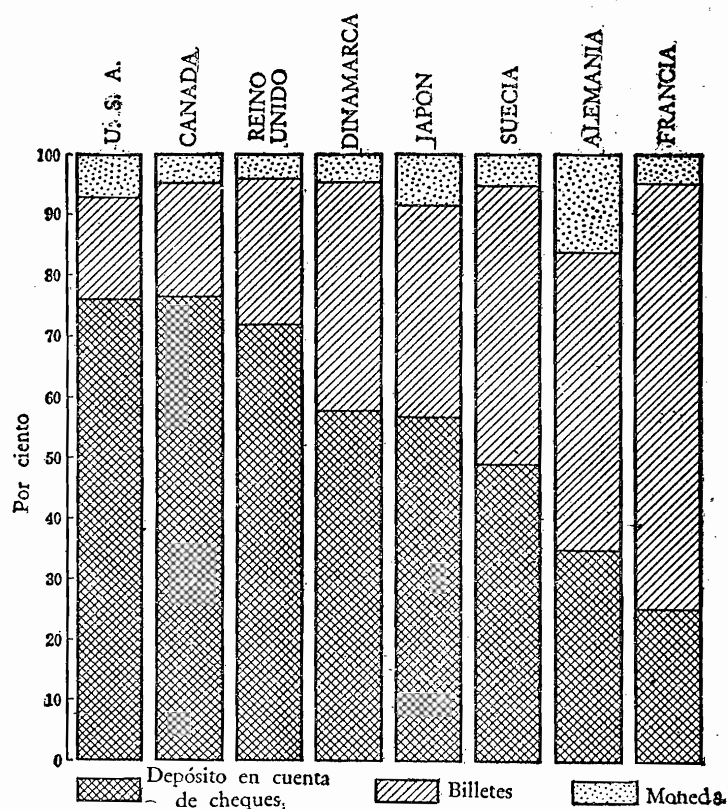
[3] No incluye el metálico ni el papel moneda guardado en los bancos como dinero de caja y como reservas o existencias en la Tesorería.

Mucho se ha discutido sobre el problema de si los depósitos a plazo y de ahorro son dinero. En este libro se considerarán como dinero todos aquellos depósitos a plazo y de ahorro que puedan ser retirados mediante cheque, es decir, que puedan ser gastados en mercancías, servicios y valores, sin antes tener que ser transformados en depósitos a la vista o en efectivo. Todos aquellos otros que no pueden ser gastados sin ser antes transformados en depósitos a la vista o en efectivo, quedan excluídos de la categoría de dinero, a pesar de que actúan como portador de valor, y tienden, por lo tanto, a libertar de esa carga a los depósitos a la vista y al dinero en efectivo, permitiendo que la velocidad media de circulación del dinero propiamente dicho sea mayor de lo que hubiera sido si no existieran los depósitos a plazo y de ahorro. Este procedimiento parece justificarse en vista de que otros tipos de inversiones, incluyendo tanto mercancías como toda clase de valores e instrumentos de crédito, son empleados como almacenamiento de valor dejando de este modo dinero libre para ser utilizado como medio de intercambio. Sin embargo, hay que admitir que no existe una frontera bien delimitada entre lo que es dinero y lo que no lo es.

desventaja de que no les son aceptados a personas desconocidas o de dudosa integridad, y que son a veces muy incómodos para pagar cantidades pequeñas, tienen sin embargo algunas ventajas bastante grandes sobre el metálico o los billetes. No corren peligro de extraviarse ni de ser robados, pueden ser trasladados de un lugar a otro con menos gasto y con mayor rapidez; se les puede dar el valor exacto que necesitan tener en cada transacción, eliminándose así el problema del cambio y del vuelto, y una vez que han sido cobrados, sirven satisfactoriamente como recibos de pago. Son tantas las ventajas del empleo de los depósitos a la vista como dinero, que este medio de pago se utiliza en la práctica en todas las transacciones en que se trata de cantidades considerables de dinero, y también en muchas otras en que las cantidades son pequeñas. Se calcula que en los Estados Unidos del Norte estos depósitos constituyen aproximadamente tres cuartas partes del medio circulante, y que se utilizan para efectuar el 90% de todos los pagos que se hacen mediante dinero.

En las naciones occidentales, en el momento actual, casi todo el efectivo, tanto en metálico como en billetes, es emitido por instituciones oficiales (y generalmente por los gobiernos centrales con preferencia a los locales) o por los bancos centrales más o menos estrechamente controlados por los gobiernos. La función de emitir dinero no se considera como apropiada para empresas particulares. Pero la mayor parte del medio circulante, o sea, los depósitos a la vista, no es emitida ni por el

gobierno, ni por el banco central, sino por bancos comerciales que son de propiedad particular y que están también dirigidos por particulares. Estos depósitos que



CUADRO II

Composición de la oferta de dinero en diversos países a fines de 1936. (Adaptado de un cuadro en "Behavior of Bank Deposits Abroad", de Rifat TIRANA, American Economic Review Supplement, *marzo, 1940, p. 98.)*

se pueden retirar mediante cheques (y que, conviene ponerlo de relieve, no son otra cosa que deudas de los bancos, pagaderas a la vista, y también transferibles mediante una orden escrita) tienen su origen principalmente de dos maneras: *1)* mediante el depósito de efectivo en los bancos, y *2)* mediante los préstamos e inversiones que los bancos llevan a cabo. Cualquier aumento de los depósitos a la vista que se deba a un nuevo depósito en efectivo, no influye directamente sobre el volumen de la oferta de dinero, porque un aumento así es contrarrestado por la disminución que sufre el volumen de efectivo en circulación. Esto, sin embargo, puede permitir que los bancos aumenten el volumen total de dinero, mediante el segundo sistema antes mencionado, es decir, aumentando el volumen de sus préstamos e inversiones, y dando créditos en forma de depósitos a los prestatarios y a los vendedores de valores. Los depósitos que se crean mediante las operaciones de préstamo y de inversión que hacen los bancos (y estos constituyen la inmensa mayoría de los depósitos en existencia) son exactamente iguales a los depósitos creados por el almacenamiento de dinero en efectivo, y se pueden gastar con igual facilidad. La única limitación que tienen los bancos en su capacidad de crear dinero es el requisito legal, o impuesto por el uso, de mantener unas reservas que alcancen por lo menos una cifra igual a un tanto por ciento establecido de sus depósitos. Esta reserva mínima suele oscilar entre el 10 y el 20%, pudiendo los bancos, por lo tanto, crear y man-

tener depósitos con un volumen total cinco a diez veces mayor que el de sus reservas.

Mediante unos cuantos ejemplos podemos ver con mayor claridad la manera en que el sistema bancario puede alterar la oferta de dinero a través de sus operaciones de crédito y de préstamo. Supongamos que el sistema bancario aumenta sus préstamos en $1.000,000. Los bancos aceptan pagarés de los prestatarios por esta cantidad, y a cambio de ellos prometen pagarles a la vista la cantidad por la que hacen el préstamo. Estas deudas son las que llamamos depósitos a la vista. De este modo los bancos y los prestatarios se intercambian deudas. Los bancos aceptan las deudas de los prestatarios que producen interés, pero que no pueden ser aceptadas como dinero, mientras que los prestatarios reciben las deudas de los bancos que no producen interés, pero que son utilizadas como dinero. En este intercambio se aumenta el volumen de dinero, ha crecido el volumen de los depósitos a la vista sin que haya habido una disminución paralela de otras clases de dinero. Se puede lograr el mismo resultado si los bancos efectúan un aumento neto de su tenencia de inversiones. Supongamos que el sistema bancario aumenta en $1.000,000 la cantidad de valores que posee. Al hacer esto, los bancos se posesionan de deudas a largo plazo, que compran a los vendedores de valores, a cambio de deudas del banco, es decir, depósitos.

Los bancos, que al actuar en grupo pueden aumentar la oferta de dinero, mediante el aumento de sus prés-

tamos e inversiones, pueden, asimismo, reducir la oferta de dinero al disminuir el volumen de sus préstamos e inversiones. Supongamos, por ejemplo, que el sistema bancario reduce sus préstamos en un millón de pesos, y que los antiguos prestatarios restituyen sus deudas mediante cheques contra sus depósitos a la vista. Los bancos descuentan esta cantidad, tanto de sus depósitos de pasivo, como de su activo en forma de préstamos, de modo que tanto los depósitos como los préstamos del sistema bancario disminuyen en un millón. Esto representa una reducción neta de la oferta de dinero, porque se han reducido los depósitos sin que esto haya sido compensado mediante un aumento de otros tipos de dinero. Se logran los mismos resultados sobre el volumen de la oferta de dinero si se cancelan los préstamos mediante efectivo en vez de hacerlo con cheques contra los depósitos a la vista de los bancos; en este caso se reduce la cantidad de efectivo en circulación sin que se efectúe un aumento compensador de los depósitos. También se puede hacer disminuir la oferta de dinero mediante una reducción neta de las inversiones de los bancos. Entregan sus derechos a estas deudas a largo plazo, y los compradores de éstos entregan a su vez su derecho a los depósitos o pagan en efectivo.

De este modo, en los sistemas monetarios modernos, una gran parte de la oferta de dinero fué creada originalmente por el sistema bancario a través de sus operaciones de inversiones y de préstamos y el origen de la mayor parte de las fluctuaciones que sufre la cantidad de dinero se

puede encontrar en las fluctuaciones del volumen de préstamos e inversiones de los bancos.

En el curso de nuestro estudio tendremos que preguntarnos si conviene permitir que la oferta de dinero esté determinada en un grado tan considerable por particulares, cuyo motivo principal no es una política monetaria que tenga por finalidad la estabilización económica, sino más bien los beneficios que puedan obtener en sus operaciones de inversión y de préstamo.[4]

Ya hemos visto que la oferta de dinero está constituída por el efectivo en circulación y por los depósitos a la vista, y que el efectivo suele ser emitido, en general, por el gobierno y por el banco central, mientras que los depósitos a la vista son emitidos por bancos comerciales de propiedad privada, dirigidos por particulares. La pregunta que tendremos que hacernos a continuación es la siguiente: ¿cuáles son los factores que determinan la cantidad total de dinero que existe en ambas de estas formas? Algunos de los más importantes de estos están expuestos en la Tabla I.

Uno de los factores que tienen mayor importancia en la determinación del volumen de la oferta de dinero es la magnitud de la base monetaria, es decir, la cantidad de fondos que se pueden utilizar, bien como efectivo o como reservas bancarias. Cualquier aumento o disminución de esta base da como resultado una presión tendiente

[4] Una descripción más detallada de la capacidad que posee el sistema comercial bancario para crear y para destruir dinero, se puede encontrar en *Bank Credit*, de C. A. PHILLIPS, Nueva York, 1926, caps. II-IV.

a aumentar o disminuir la oferta de dinero. Esta base monetaria está compuesta de tres elementos: la reserva de oro, otras clases de dinero emitido por el gobierno central y los créditos vigentes en el banco central.

TABLA I

Determinantes de la oferta de dinero

I. El tamaño de la base monetaria, es decir, la oferta de fondos que se pueden utilizar como efectivo, o como reservas para respaldar cuentas de cheques:
   1. El volumen de la reserva monetaria de oro.
      a. La cantidad de oro acumulado en períodos anteriores.
      b. Las adiciones que hace la producción de oro en la actualidad a la existencia monetaria de oro.
         1) El costo real de la producción de oro.
         2) El consumo de oro con fines no monetarios.
      c. Las importaciones y exportaciones de oro.
   2. La cantidad de otras clases de dinero emitidas por el gobierno.
      a. Metálico, excepto oro.
      b. Papel moneda, excepto certificados oro.
   3. El volumen de créditos otorgado por el banco central.
II. La elección de la comunidad respecto a las cantidades relativas de efectivo y de depósitos contra cheques que desea mantener.
III. La proporción entre las reservas bancarias y los depósitos en cuentas de cheques.
   1. Requisitos acostumbrados o legales de reservas.
   2. La política que sigan los bancos de permitir que las reservas sean inferiores o superiores relativamente a las necesidades.

Bien sea en moneda o utilizada como "respaldo" para los certificados oro, la reserva monetaria de oro se puede utilizar como efectivo o como reservas bancarias.[5]

Si consideramos al mundo en su totalidad, la reserva monetaria de oro, en cualquier momento, equivale a la diferencia entre la producción de oro en el pasado, y la cantidad de oro perdido o dedicado a finalidades no monetarias; los cambios que pueda sufrir en cualquier momento esta reserva dependen de las cantidades relativas de oro que se produzcan y que se consuman. La existencia de oro de un país varía según su producción y su consumo doméstico, y con las importaciones y exportaciones de este metal. Para explicar con todo detalle este elemento de la base monetaria haría falta un estudio de todas las fuerzas que actúan sobre la cantidad de oro producida, y conocer qué volumen de este metal ha sido dedicado a usos no monetarios. No intentaremos hacer esto todavía, pero más adelante, en el capítulo v, estudiaremos este asunto con mayor detenimiento.

El segundo elemento de las bases monetarias está constituído por "otras clases de dinero emitidas por el gobierno". En este grupo se incluye el metálico (excepto el oro) y el papel moneda (excepto los certificados oro). Las monedas, que en general no son otra cosa que moneda simbólica, pueden ser de plata, cobre, níquel o de cualquier otro metal adecuado, pero sea cual fuere su composición pueden ser utilizadas como efectivo de uso

[5] A menos, claro está, que la Tesorería, el Fondo de Estabilización o el Banco Central lo guarden en cuentas "esterilizadas" o de "atesoramiento".

corriente o como reservas bancarias. El papel moneda desempeña funciones semejantes. La cantidad existente de estas clases de dinero está determinada por el gobierno.

El tercer elemento de la base monetaria, que cada día tiene más importancia, son los créditos vigentes del banco central. Los bancos centrales o de emisión, como son los Bancos de la Reserva Federal, el Banco de México o el Banco de Inglaterra, pueden aumentar o disminuir el volumen de efectivo y de reservas bancarias existente, al aumentar o disminuir el volumen de sus préstamos e inversiones. Cuando un banco central aumenta sus préstamos e inversiones, tiene que pagar a los prestatarios o a los vendedores de valores. Esto lo puede hacer de dos maneras: *1)* mediante el pago en efectivo, y *2)* otorgando un depósito a la vista en el mismo banco. Si el banco paga en efectivo, tendrá que obtenerlo de sus existencias hasta entonces no utilizadas y guardadas en los subterráneos del banco central, o bien tendrá que pagar con papel moneda adicional creado y emitido por el mismo banco. En cualquiera de estos casos, el efectivo a que se ha dado salida se podrá utilizar como efectivo en circulación o como reserva bancaria. Pero en vez de esto, el banco central puede dar a los prestatarios o a los vendedores de valores, un depósito a la vista en el mismo banco. Esto tiene también como resultado un aumento de la base monetaria, pues en casi todos los países se puede considerar que los depósitos en el banco central no son otra cosa que reservas de los bancos comerciales. Una disminución de los créditos vigentes del banco central tiende, por otra parte, a disminuir la base mo-

netaria, pues los que devuelven préstamos o los que compran valores al banco central, tienen que pagar a éste en efectivo, que será atesorado o destruído por el banco central, o tienen que reducir sus cuentas de depósito en éste.

En resumen, la base monetaria varía de acuerdo con los tres elementos de que está compuesta, es decir, la reserva de oro, las demás clases de dinero emitido por el gobierno y los créditos vigentes del banco central. La importancia relativa de estos elementos, en tanto que causa de alteraciones en la base monetaria, varía en los diferentes sistemas monetarios. Bajo el patrón oro automático, en el que "otras clases de dinero emitidas por el gobierno" cambian poco y en el que los créditos existentes del banco central se mantienen en proporción casi constante con las reservas de oro de éste, las fluctuaciones de la reserva de oro son el elemento más importante en la determinación del volumen de las base monetaria. Pero como los sistemas monetarios muestran cada día menos características del patrón oro automático, las variaciones en las existencias de oro tienen una importancia cada vez menor para la determinación de la base monetaria. Bajo sistemas de patrón oro sometidos a un alto grado de control, el banco central y el Ministro de Hacienda evitan a veces que cambios en las existencias de oro provoquen cambios equivalentes en el total de la base monetaria. Y en sistema de papel moneda inconvertible, el oro monetario puede llegar a ser poco importante y hasta llegar a desaparecer completamente,

de modo que la base monetaria depende en gran parte, si no únicamente, de las demás clases de dinero emitido por el gobierno, y del crédito del banco central.

Sin embargo, conviene poner de relieve que la oferta de dinero no siempre tiene una relación constante con el volumen de la base monetaria; el edificio monetario que se apoya en cada peso de esa base, puede variar mucho de tamaño. El tamaño que este edificio pueda tener, con respecto a cada peso que le sostiene, varía con las cantidades relativas de efectivo y de depósitos en cuentas de cheques que la comunidad decida mantener, y con el nivel de la proporción entre las reservas de los bancos y los depósitos en cuentas de cheques. Cuanto mayor sea la proporción de pagos hechos por la comunidad mediante depósitos en cuentas de cheques en vez de pagar en efectivo, mayor será el volumen total de dinero que pueda ser sostenido con una cierta base monetaria. Esto se debe a que el peso utilizado en efectivo no puede sostener más que a sí mismo, es decir, un peso de dinero; pero un peso en las reservas del banco puede sostener varios pesos de dinero en la forma de depósitos en cuentas de cheques. Por ejemplo, cuando los bancos mantienen una reserva del 10% contra los depósitos en cuentas de cheques, un peso de reservas servirá para sostener 10 de depósitos; si la proporción de reservas a depósitos es del 20%, un peso de reservas podrá sostener hasta cinco pesos de depósitos. Por tanto, es evidente que un cambio de las cantidades relativas de efectivo y de depósitos en cuentas de cheques que posee una comunidad puede dar como resultado un cambio de la cantidad total de su dinero, sin necesidad

de que se altere el tamaño de la base monetaria. Si la colectividad decide guardar una proporción mayor de su dinero en forma de depósitos, en vez de en efectivo, una proporción mayor de la base monetaria se constituye en reservas bancarias, y los bancos pueden de este modo crear más depósitos al aumentar sus préstamos e inversiones. Pero si la comunidad decide mantener una proporción mayor de su dinero en forma de efectivo, en lugar de tenerla en depósitos, debido quizá a desconfianza en los bancos, o al aumento de las contribuciones, o a un sobrecargo por el uso de sus depósitos, se empleará una parte mayor del dinero como efectivo, quedando menos para ser utilizado como reserva bancaria, y los bancos tendrán quizá que reducir sus depósitos reduciendo sus préstamos e inversiones.

Ya hemos indicado que en un país la proporción entre las reservas bancarias y los depósitos constituye un tercer elemento determinante de la cantidad de dinero. Cuanto más alta sea la proporción de reservas a depósitos, menor será el volumen de depósitos en cuentas de cheques que pueda ser sostenido con una cierta cantidad de reservas bancarias. Repitamos el ejemplo utilizado anteriormente: si la proporción es del 10%, un peso de reservas podrá sostener diez pesos de depósitos, pero si la proporción es de 20% un peso de reservas podrá sostener sólo cinco pesos de depósitos.

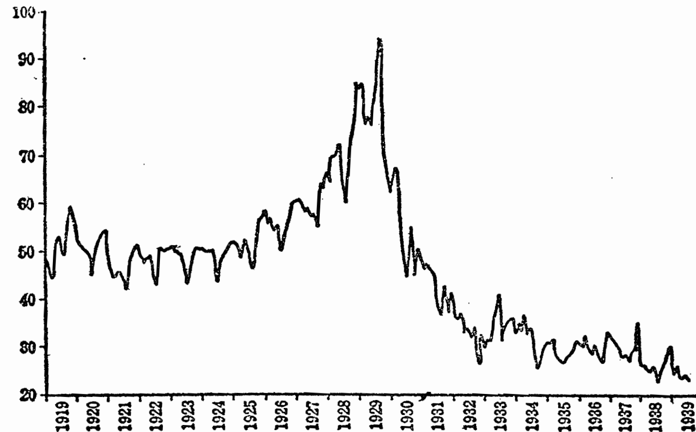
En los Estados Unidos, los bancos operan de acuerdo con requisitos mínimos de reservas, que están determinados legalmente. En la mayor parte de los demás países, el mínimo indispensable no está determinado por la ley

sino por la costumbre. Sin embargo, en ambos casos, los bancos tienden, en época normal, y especialmente en períodos de prosperidad, a crear y mantener un volúmen tal de depósitos que reduzca la proporción de reservas a depósitos a una cifra muy próxima al mínimo legal o acostumbrado. Si el volumen de depósitos no alcanza este nivel, se estarán manteniendo unas reservas excesivas y estériles, desperdiciando ganancias que se podrían obtener con el aumento de los préstamos e inversiones. Pero en períodos de baja y de depresión, cuando existe poca demanda de préstamos, cuando los bancos desconfían de las inversiones, y cuando existe el peligro de un pánico y de retiradas en masa de fondos de los bancos, los banqueros no suelen tener inconveniente en permitir la acumulación de reservas excesivas, ni en crear un volumen de depósitos menor del que podría ser mantenido con las reservas que poseen. En tales momentos les parece que la pérdida de intereses que están sufriendo está compensada al menos por su mayor seguridad al evitar el peligro y por las ventajas de una mayor liquidez.

"V", la Velocidad de Circulación

Ya hemos visto anteriormente que el volumen de la oferta de dinero sólo influye en los precios a través de su influencia sobre el volumen de gastos en términos de dinero, o sobre la demanda monetaria de las cosas en que se gasta ese dinero, y que los gastos no tienen en modo alguno una perfecta correlación con la oferta de dinero. Dicho de otro modo: la velocidad o rapidez de circula-

ción del dinero es uno de los factores que determinan directamente el volumen de gastos, y por lo tanto el valor del dinero. En muchos períodos, se da el caso de



CUADRO III

Rotación anual de los depósitos a la vista en 101 ciudades principales.

Este cuadro se basa en la relación entre deudas de cuentas individuales en las principales ciudades y depósitos a la vista en bancos que dan informes semanales. Incluye, por tanto, las transferencias de depósitos en toda clase de operaciones. En los centros financieros, particularmente en Nueva York, la tasa de interés está muy influenciada por las operaciones financieras. La tasa de interés de depósitos en otros lugares muestra pequeñas fluctuaciones. (La información procede del Banco de la Reserva Federal de Nueva York.)

que la velocidad de circulación oscile más que la cantidad de dinero, y a veces hasta muchísimo más. Pero ¿qué factores determinan la conducta de la velocidad de circulación?

Como ya hemos dicho anteriormente, dos de las funciones del dinero son: la de medio de cambio y la de

portador de valor. Si cada persona que recibiera dinero se lo gastara todo inmediatamente en mercancías, servicios o valores, es decir, si lo utilizase en seguida como medio de cambio, la velocidad de circulación del dinero sería casi infinitamente grande. Pero esto sucede pocas veces. Aunque las personas que reciben dinero pueden gastárselo inmediatamente, pueden también guardar una parte o la totalidad de él, en capacidad de portador de valor, durante horas, días, meses o períodos mucho más largos.

Cuanto más largo sea el "promedio de descanso" entre la recepción del dinero y su empleo en comprar algo, menor será la velocidad de circulación.[6] Por tanto, cualquier cosa que afecte las decisiones de la gente respecto al tiempo que va a conservar el dinero antes de pasarlo a otra persona, tiene influencia sobre la velocidad de circulación del dinero. Puesto que en un sistema capitalista todo el mundo tiene libertad para determinar su propia conducta respecto a la conservación o gasto del dinero, podemos suponer que cada individuo puede, en todo momento, con relación a la cantidad de dinero que guarda, ajustar sus gastos del modo que le parezca más conveniente para sus propios intereses, dadas las circunstancias en que se encuentre, y que cualquier cambio en las circunstancias que predominan dará como resultado un cambio en lo que la gente calcule ser la mejor proporción de gastos de dinero y cantidad de dinero que guardan. A continuación, en la Tabla II, se exponen

[6] Cf. Knut Wicksell, *Interest and Prices*. Londres, 1936, p. 52.

algunos de los factores que tienen más importancia para determinar la velocidad de circulación.[7]

La velocidad de circulación del dinero está influída por el estado de desarrollo del sistema financiero y de

TABLA II

Factores Determinantes de la Velocidad de Circulación del Dinero

I. El estado de desarrollo del sistema financiero y de crédito, y el grado en que lo utiliza la comunidad.
   1. Las facilidades de préstamo y de inversiones.
   2. La facilidad de obtener dinero prestado.

II. Las costumbres de la comunidad respecto al ahorro y al consumo.

III. Los sistemas de pagos de la comunidad.
   1. Según la frecuencia con que se llevan a cabo los ingresos y los desembolsos de dinero.
   2. Según la regularidad de los ingresos y de los desembolsos.
   3. Según la relación que exista entre los diferentes períodos y las cantidades que se cobren y que se paguen.

IV. La rapidez de transporte del dinero.

V. El estado de previsión de la comunidad.
   1. Respecto de los futuros volúmenes de ingresos y los futuros precios de mercancías y de servicios.
   2. Respecto de los movimientos de los precios de los bienes que producen ingresos.

[7] Sobre muchos de estos puntos, véase el libro de Irving FISHER, *The Purchasing Power of Money,* Nueva York, 1926, pp. 79-89.

crédito y por la disposición en que se encuentre la comunidad para utilizar estas facilidades. Si en una cierta sociedad no existen instituciones financieras bien desarrolladas, o si la gente no se muestra propicia a utilizarlas en gran escala, como sucedía en la Europa occidental hasta finales de la Edad Media y como sigue sucediendo en muchas regiones económicas atrasadas del mundo, la velocidad de circulación del dinero tiende a ser pequeña. En estos casos la gente acomodada tiende a conservar, atesorándolos, una gran parte de sus ahorros, en vez de dejárselos a los que piden prestado o a los que buscan dinero para invertirlo, que serían los que lo gastaran. Además, la dificultad que existe en tal sociedad de obtener dinero prestado con facilidad y con rapidez, hace que la gente sea propensa a atesorarlo para hacer frente a situaciones imprevistas. La velocidad del dinero suele ser mayor en sociedades en las que existe un sistema financiero y de crédito muy desarrollado que hace predominar la confianza. En estas circunstancias, los que poseen un sobrante de dinero tienden más a prestar ese sobrante o a invertirlo ellos mismos, y a guardar valores en vez de dinero, como reserva de valor. El saber que se puede conseguir dinero rápidamente cuando se necesite, trae consigo el que se guarde menos para enfrentarse a eventualidades futuras. El aumento del número de instituciones financieras, que las ha hecho fácilmente accesibles a un número cada vez mayor de personas, y la diferenciación cada vez mayor de estas instituciones, que las ha adaptado a las necesidades de un número cada día mayor de gente que quiere prestar y que pide prestado,

han sido los factores más importantes para aumentar la tendencia secular de la velocidad de circulación del dinero.

Si en una comunidad no existe un sistema de crédito ampliamente desarrollado y de uso general, la velocidad de circulación de su dinero estará probablemente afectada por las costumbres que tenga la gente de ahorrar y de gastar. Si la gente ahorra es probable que atesore dinero, y que, por lo tanto, dismuya su velocidad de circulación. Pero si, por el contrario, consumen la mayor parte de sus ingresos, es probable que atesoren menos.

El sistema de pagos que utiliza la comunidad influye también sobre la velocidad de circulación. Por sistema de pagos queremos significar la frecuencia, la regularidad y la relación entre el tiempo y las cantidades de dinero que se reciben y que se pagan. Cuanto mayor sea la frecuencia de los cobros y de los pagos, menor será el promedio de los intervalos de descanso del dinero, y mayor su velocidad de circulación. Esto se puede ver con más claridad mediante un ejemplo. Supongamos que un obrero recibe un salario de $7.00 semanales, y que cada día de la semana gasta $1.00. El promedio de descanso del dinero será aproximadamente media semana, o sean tres días y medio. Habrá un peso que no se utilice durante siete días, otro durante seis días, otro durante cinco, y así sucesivamente. Los pesos que se utilicen en la primera mitad de la semana compensarán a los que se utilicen durante la segunda mitad. En este caso el promedio de la velocidad de circulación del dinero será dos veces por se-

mana, o sea, aproximadamente de ocho por mes. Pero la velocidad media de circulación disminuye si los períodos en que se reciben los ingresos están más alejados unos de otros, y si estos ingresos se gastan de un modo uniforme a través de los períodos en que se cobran. Supongamos que un obrero recibe $30.00 mensuales, y que los cobra una vez por mes, y que gasta a razón de $1.00 diario. Habrá un peso que no se utiliza durante 30 días, otro que se guarda durante 29, otro durante 28, y así sucesivamente. El promedio de descanso del dinero será de 15 días. Los pesos que se utilizan en un período menor de quince días, se compensarán con aquellos otros que descansan más de quince días. En este caso la velocidad de circulación del dinero será de dos por mes, comparada con la de ocho por mes que obtendríamos cuando se cobraba semanalmente. Cualquier disminución de los intervalos en que se cobran los ingresos tiende, por lo tanto, a aumentar la velocidad de circulación.

La velocidad de circulación también está influída por el grado de regularidad con que se hagan los cobros de los ingresos. Si la gente recibe cantidades más o menos fijas a intervalos fijos, es probable que sienta una mayor libertad de gastar la mayor parte de esta cantidad antes de que llegue el próximo pago. Pero si, por el contrario, los ingresos son muy variables, tanto en lo relativo a su cantidad como en lo relativo a las fechas en que se perciben, la gente sentirá una mayor necesidad de acumular dinero cuando lo recibe en abundancia para poder prevenirse contra posibles momentos malos. Y, como con-

secuencia de este atesoramiento, el promedio de la velocidad de circulación disminuye.

El grado de relación recíproca entre el tiempo y el volumen de los cobros y de los pagos nos muestra un tercer aspecto de la influencia del sistema de pagos sobre la velocidad de circulación del dinero. Si los cobros y los pagos están de tal modo coordinados que el dinero se paga en cuanto se recibe, su velocidad de circulación será mayor de lo que sería si todo o parte del dinero que se cobra se guardara algún tiempo antes de gastarlo. El grado en que los cobros y los pagos están coordinados en tiempo, está influído por el grado en que la gente compre a crédito. Si tiene costumbres de poner a cuenta una gran parte de sus compras, y de pagar sus deudas el día en que cobra o pocos días después, la velocidad de circulación tiende a ser mayor de lo que sería si la comunidad pagara al contado mayor parte de sus compras, y tuviera, por tanto, que acumular más dinero en los períodos que median entre las fechas en que cobra los ingresos.

Un cuarto determinante de la velocidad de circulación es la rapidez de transporte del dinero. Cualquier causa que haga disminuir el intervalo entre el momento en que el dinero sale de manos del pagador y llega a las manos del cobrador, hace que este dinero esté en condiciones de ser gastado antes. Por tanto, cuanto mayor sea la rapidez de transporte del dinero en efectivo y de los cheques del pagador al cobrador, mayor podrá ser la velocidad de circulación.

Los cuatro grupos de determinantes de la velocidad

que acabamos de describir, a los que en conjunto podemos dar el nombre de estado de desarrollo financiero y económico y costumbres comerciales de la comunidad, determinan la "norma" de la velocidad en cualquier momento, y los cambios que sufren estos factores determinan la tendencia de la velocidad de circulación en períodos largos. Pero la velocidad de circulación sufre muchas y amplias variaciones a uno y otro lado de la norma durante períodos cortos, y en especial durante los períodos de inflación y deflación, y en las diferentes fases del ciclo económico. Estas fluctuaciones están estrechamente relacionadas con lo que ha recibido los diferentes nombres de "psicología de los negocios", "confianza" y "perspectivas" de la comunidad.

Si, por ejemplo, por alguna razón o serie de razones, se espera un aumento de la oferta de dinero, un restablecimiento de la actividad de los negocios, la elección para puestos públicos de personajes prestigiosos y populares, o hasta un renacimiento de optimismo que aparentemente no tenga razón de ser, los miembros de la comunidad empiezan a creer que sus ingresos van a ser mayores, que los recibirán con mayor regularidad y que los precios van a subir, y esto traerá como consecuencia un probable aumento en la velocidad de circulación del dinero. Pues cuando la situación se presenta favorable, parece innecesario y antieconómico guardar grandes cantidades de dinero. Parece más ventajoso gastar rápidamente el dinero antes de que pierda su poder adquisitivo, y en su lugar conservar mercancías y valores.

Sin embargo, sucede todo lo contrario cuando sectores considerables de la comunidad tienen el presentimiento de que los precios y los ingresos no van a aumentar, sino que probablemente van a disminuir. El origen de estos presentimientos se puede encontrar en el temor de que sucedan una o varias cosas, como, por ejemplo, una disminución de la oferta de dinero, la pérdida de mercados extranjeros, la quiebra de una bolsa, una legislación desfavorable, conflictos obreros, o simplemente un pesimismo que no tenga justificación aparente. Sea cual fuere el origen de estos presentimientos pesimistas, el resultado es que suelen ir acompañados de una disminución de la velocidad de circulación. Los consumidores, tanto como les sea posible, aplazan la compra de bienes de consumo para poder beneficiarse en una futura baja de los precios y para protegerse contra los días malos que se avecinan; los empresarios tienden a retrasar sus compras de maquinaria y de materias primas debido a las mismas razones y a que las posibles utilidades que se puedan obtener en la producción no parecen ser muy seductoras, y porque muchos poseedores de capital para inversiones prefieren guardárselo y atesorar en forma de dinero en vez de conservarlo en forma de valores, pues estos últimos amenazan una depreciación. La importancia de estas alzas y bajas de la velocidad de circulción producidas por el entusiasmo o el pesimismo que exista en la comunidad serán estudiadas con detalle más adelante.

"T", el Volumen Físico de Comercio

Ya hemos visto anteriormente que el volumen total de los gastos en términos de dinero durante un período cualquiera varía de acuerdo con *M* y *V*. Sin embargo, el nivel de los precios no varía de acuerdo con la cantidad absoluta de gastos en términos de dinero, sino de acuerdo con la relación entre esos gastos y el volumen físico de las cosas que se pueden comprar con dinero. Por lo tanto, el tercer determinante *inmediato* del valor del dinero es el volumen físico de comercio que se puede hacer mediante dinero. Cuanto mayor sea la cantidad de cosas que se puedan comprar con una cierta cantidad de dinero, menores serán los precios en general. Y recíprocamente, cuanto menor sea la cantidad de cosas que puedan ser compradas con una cierta cantidad de dinero, mayores serán los precios en general.

T, es el volumen físico total de mercancías, servicios y valores que se venden por dinero en una cierta región durante un cierto período de tiempo. En *T* se incluye todo artículo que se venda por dinero, y cada artículo se cuenta cada vez que se vende.[8]

Es imposible explicar de un modo completo, por lo menos en espacio tan breve, la magnitud y el comporta-

[8] Para sumar entre sí cantidades de cosas tan diversas como son los valores, capital fijo, bienes de consumo y servicios de todas clases, es necesario poseer una unidad métrica común. Esta unidad común nos la da "$1.00 de cualquiera de esas cosas en el año base", es decir, la cantidad del artículo en cuestión que se hubiera vendido por un peso en el año base. Cuando todas las cantidades de mercancías, servicios y valores estén expresadas en términos de estas unidades, podrán ser sumadas fácilmente entre sí, y de este modo se obtendrá el volumen total de *T*.

miento del volumen de comercio. Una empresa tan ambiciosa exigiría una explicación total del sistema económico. Sin embargo, vale la pena examinar algunos de los determinantes más importantes de *T*.

TABLA III

Factores que determinan el volumen físico de comercio que se lleva a cabo mediante dinero

I. Factores que determinan el volumen potencial de la producción presente de mercancías y de servicios.
 1. El número de la población, su energía y su actitud ante la vida.
 2. La extensión del territorio nacional y la riqueza de sus recursos naturales.
 3. Las existencias de equipo de capital.
 4. El grado de conocimiento con respecto a las técnicas de producción y de administración.

II. El grado en que estén empleados los factores de la producción.

III. El número de veces que las mercancías y los servicios que se producen son cambiados por dinero.
 1. El grado de especialización.
 2. La estructura de los negocios; el grado de su integración.

IV. El volumen de las nuevas emisiones de valores, y el número de veces que estos son vendidos por dinero.

V. El volumen de mercancías y de valores que provienen de períodos anteriores, y la frecuencia con que se venden.

VI. El grado en que se utiliza el sistema de trueque.

Durante un período cualquiera se puede decir que una gran proporción del comercio es resultado de la producción, transporte, compra y venta de productos, servicios y valores de producción usual y corriente. El

volumen de comercio que se lleva a cabo con bienes y servicios de producción usual y corriente, depende en cierto grado de la capacidad productiva y ésta depende a su vez, en gran parte, de la cantidad y de la calidad de sus factores de producción, es decir, trabajo, recursos naturales, capital y capacidad técnica y directiva. Cuanto mayor sea la población, y en especial la población obrera, cuanto mejor sea su estado de salud y cuanto mayores sean sus energías, es más probable que sea mayor la capacidad productora del país. Pero la capacidad de producción depende también de la cantidad y de la abundancia de los recursos naturales en los que se utiliza el trabajo, la maquinaria de que se sirve ese trabajo y los conocimientos que se posean sobre técnica y dirección de la producción.

Sin embargo, desgraciadamente, la cantidad total real de la producción no suele ser ni con mucho tan grande como lo es su capacidad potencial. Cuando más se acerca el volumen de la producción a su capacidad máxima, es durante ese período del ciclo económico que se conoce con el nombre de prosperidad. Son los momentos en que los negocios rinden utilidades y está empleada la mayor parte de los factores de producción. Pero la situación es bien diferente durante los períodos de depresión, cuando los negocios no rinden utilidades, pues existe entonces una gran cantidad de trabajo, de maquinaria y de recursos naturales que no son utilizados en lo más mínimo, o que trabajan con menos intensidad que en los períodos de prosperidad. Estas fluctuaciones en el

grado en que se emplean los factores de producción explican en gran parte las variaciones cíclicas de T.

El volumen de comercio de bienes y servicios producidos en la actualidad no depende, sin embargo, únicamente del volumen actual de la producción, sino que también depende del número de veces que cada unidad de esas mercancías y esos servicios se venda por dinero antes de ser consumida. Dos de los principales factores que determinan el número de veces que se venderá cada mercancía o servicio son el grado de especialización y la estructura de los negocios. Una mayor especialización tiene una doble tendencia a aumentar el volumen del comercio. Primero, como ya hemos indicado antes, aumenta la oferta de mercancías al desarrollar la productividad *per capita*. Y, segundo, aumenta el comercio al aumentar el promedio de veces que se vende cada mercancía. Si cada familia fuese económicamente autárquica, es decir, si no existiera especialización más que dentro de cada familia, no se podría llevar a cabo ningún comercio mediante dinero a pesar de que existiera producción. Pero si cada familia se especializara en la producción de un artículo determinado que ella misma no consumiera, el volumen total de la producción entraría en el comercio.

El número de veces que se compra o que se vende cada artículo varía también según el grado de especialización de funciones que posean las empresas comerciales. Si cada una de las funciones de la minería, fabricación, intermediarios, mayoristas y detallistas, la lleva a cabo una compañía diferente, no cabe duda que un ar-

tículo que atraviese por estos estados intermedios tendrá que ser vendido por lo menos cinco veces antes de que llegue a manos del consumidor. Mientras que, por el contrario, si todas estas funciones las desempeña una sola y gran compañía, cada artículo no tendrá que ser vendido más que una sola vez, aquella en que se le venda al consumidor. A esto se debe que las agrupaciones verticales de la industria tiendan a hacer disminuir el volumen del comercio, aunque no el de la producción.

También se incluye en *T* el volumen de transacciones que se lleva a cabo con valores de nueva emisión. Este elemento del comercio varía en relación con el volumen de las nuevas emisiones de valores y con el número de veces que se vendan estos durante un período determinado, bien sea con fines especulativos o de otro tipo.

Además del comercio que se lleva a cabo con mercancías, servicios y valores de producción ordinaria, existe siempre una cierta cantidad de comercio con mercancías, servicios y valores producidos y acumulados en períodos anteriores. El volumen de comercio en bienes raíces, capital fijo, valores y otros bienes provenientes de períodos anteriores, constituye una parte muy considerable del total.

El último factor que mencionaremos, entre los que ejercen influencia sobre el volumen del comercio, es el grado en que se utiliza el sistema de trueque, que, aunque despreciado a menudo, sigue teniendo bastante importancia en la sociedad moderna. Con frecuencia se cambian unos artículos por otros, sobre todo en las zonas rurales

en que el trueque de ganado ocurre a menudo. Las rentas de la tierra se pagan a veces con participaciones en la cosecha; se emplean artículos de segunda mano para pagar en parte otros artículos de segunda mano o nuevos. Hay obreros a los que se da casa y comida como parte de su salario. A menudo se truecan parcelas de terrenos entre sí. En casos de uniones o fusiones de sociedades anónimas se cambian entre sí valores de las compañías respectivas. Y, lo que es quizá más importante que ninguna otra cosa, en las cámaras de compensación ligadas a bolsas organizadas de productos y de valores es costumbre emplear el sistema de trueque con valores y con productos.[9] Cuanto más grande sea la proporción del comercio que se realice mediante trueque, menor será la proporción del comercio que será necesario llevar a cabo mediante dinero. Debido a esto, el desarrollo y la decadencia del sistema de trueque tienden, por sí mismos, a aumentar o a disminuir los precios.

"P", el Nivel General de Precios

P, es el precio medio de cada unidad de *T* durante un período determinado. O sea, dicho en términos un poco más técnicos, *P* es la media aritmética ponderada de los precios individuales de todas las mercancías, servicios y valores que se venden a ese precio. Es el "nivel general de precios" en su más amplia acepción, pues incluye los precios de todo aquello que se vende mediante dinero.

[9] Cf. B. M. Anderson, *The Value of Money*, Nueva York, 1917, pp. 196-202.

Resumen

La teoría cuantitativa pone de manifiesto la existencia de tres determinantes *directos* del nivel general de precios, *M*, *V* y *T*. Cada uno de los cuales, a su vez, depende de una gran cantidad de factores subyacentes, de modo que el nivel de precios está influído por una multitud de factores que actúan a través de *M*, *V* y *T*. Casi tan importante como esto es observar lo que no dice la teoría cuantitativa. No dice, por ejemplo, que cualquier cambio de *P* tiene que ser resultado de un cambio de *M*, o que *P* varía siempre y necesariamente en razón directa de *M*, o aun de $\frac{M}{T}$ o que cada uno de los factores *M*, *V* y *T* posee sus determinantes particulares, y que se pueden fijar independientemente de los otros dos. Los cambios que sufra *P* pueden ser debidos a factores que actúan sobre cualquiera o sobre varios de los determinantes inmediatos, y hay acontecimientos que afectan simultáneamente a los tres.

CAPITULO III

TEORIA CUANTITATIVA: METODO DE TRANSACCIONES. SUS APLICACIONES

Introducción

AL DESCRIBIR en el capítulo anterior la naturaleza de la teoría cuantitativa vimos claramente que el valor del dinero es el resultado de las acciones combinadas de *M, V* y *T* y de los factores que a su vez los determinan a ellos. Las variaciones del valor del dinero tienen a veces su origen en *M,* a veces en *V* y a veces en *T,* pero la mayor parte de las veces son resultado de cambios en los tres factores determinantes. No existe en esto un orden permanente, sino que, por el contrario, cualquier cambio que se origine en uno de los factores afecta con frecuencia a alguno de los otros o a ambos; por ejemplo, una alteración de *M* puede dar como resultado un cambio en *V,* o al revés. La teoría cuantitativa es, fundamentalmente, un instrumento analítico, una armazón lógica sobre la que pueden después ordenarse los hechos que se han obtenido por otros medios, y no la exposición de una sucesión constante e inevitable de acontecimientos.

Es propósito de este capítulo utilizar la teoría cuantitativa para analizar ciertos aspectos de los problemas que presenta el precio. Estudiaremos cuatro de estos

aspectos. Los dos primeros se referirán a los efectos que producen los cambios que se efectúen en la oferta de dinero, y los segundos tratarán de dar explicación a los verdaderos movimientos del nivel de los precios.

Efectos que se Pueden Atribuir a Cambios en la Cantidad de Dinero

El análisis económico general trata en gran parte de investigar los efectos que se pueden atribuir a "causas" determinadas. Trata de aislar y de analizar los efectos que se originan como resultado de variaciones en un factor durante una cierta situación compleja. La teoría monetaria utiliza a veces esta técnica analítica de la teoría general económica para determinar los efectos directos e indirectos de los cambios que se originan en la cantidad de dinero. Las autoridades monetarias deben emplear este método para poder llegar a políticas racionales de control cuantitativo, y es muy útil para explicar los efectos de cambios en la cantidad de dinero originados por aumentos o disminuciones del volumen de papel moneda, alteraciones del contenido de oro de la unidad monetaria, monetización y desmonetización de la plata, alteración de los requisitos de reserva que tienen que cumplir los bancos y cambios en los costes reales de la producción de oro.

Efectos a largo plazo de los cambios en M.—En el período que precedió a la Guerra Europea, la teoría económica general se ocupaba en gran parte de los fenómenos a largo plazo más bien que de los de "corto plazo" o

"transitorios". La teoría muestra, en efecto, esas alternativas de "antes y después" —un contraste entre el equilibrio estático antes y después de que tuviese lugar un cambio perturbador—. En aquel momento daba por supuesto el empleo total de los factores de producción e ignoraba los períodos de transición o presumía que todos los ajustes necesarios se llevaban a cabo instantáneamente. La estructura de la teoría monetaria se parecía mucho a la de la teoría económica general; también se ocupaba principalmente de los efectos producidos a largo plazo, aunque no dejaba de ocuparse de los efectos a corto plazo tanto como otras ramas de la economía.

La mayor parte de los partidarios de la teoría cuantitativa han mantenido que el efecto a largo plazo de un aumento o disminución en la oferta de dinero ha de ocasionar que el nivel de precios sea proporcionalmente más alto o más bajo de lo que hubiera sido si el volumen de dinero no hubiera sufrido alteración. No pretenden que un aumento o disminución dados en *M* haya de ir necesariamente seguido de una verdadera alza o baja proporcional de *P;* puede impedirse tal reacción mediante cambios en *V* o en *T* que no estén relacionados en manera alguna con la alteración de *M.* Afirman simplemente que, a la larga, los aumentos o disminuciones en *M* hacen que los precios sean proporcionalmente más altos o más bajos de lo que serían si se mantuviese *M* constante.

Esta conclusión se basa en la suposición de que, a la larga, una vez que se han llevado a cabo todos los ajustes (aunque no durante el período de transición, natu-

ralmente) la velocidad del dinero y el volumen de actividad comercial están determinados por factores que son en gran parte independientes de la cantidad de dinero. La velocidad depende en alto grado de las corrientes más fundamentales, tales como el grado de desarrollo que haya alcanzado el sistema de crédito y financiero, el sistema de pagos empleado por la comunidad y la velocidad de transporte del dinero. De igual manera, el volumen del comercio depende de factores que apenas están afectados por la cantidad de dinero —el volumen de la población, la oferta de tierra y capital, el conocimiento de técnicas de producción y de administración, la organización de la industria y el grado en que se emplee el sistema de trueque.

Pero aunque V y T son a la larga bastante independientes de M, no lo son del todo. Como se verá en el apartado siguiente, los efectos de una alteración en la oferta de dinero pueden ser tan serios y trascendentales como para influir de modo permanente sobre la capacidad de producción, la distribución de la riqueza e ingresos, y la forma y desarrollo de las instituciones económicas. Estos cambios se reflejan en cierto grado en el funcionamiento a largo plazo de V y de T, y por consiguiente en P.

Efectos a corto plazo o transitorios producidos por cambios en M.—Ningún partidario competente de la teoría cuantitativa mantiene, sin embargo, que las variaciones en la oferta de dinero produzcan efectos exactamente proporcionales, o ni siquiera aproximadamente proporcionales, sobre el nivel de precios a corto plazo. Desde hace

ya mucho tiempo se ha reconocido que durante el período de transición los cambios en *M* ejercen una influencia muy importante sobre *V* y *T*, de modo que las alteraciones que sufren los precios a veces exceden y a veces no llegan a lo proporcional. Los aumentos y las disminuciones en *M* serán estudiados más adelante por separado.

Si una autoridad central monetaria, como la tesorería o el banco central, emitiese todo el dinero, sería relativamente fácil efectuar cualquier cambio que se deseara en la oferta de dinero. En nuestro mismo sistema, en el que la oferta de dinero depende en tan alto grado de las operaciones de préstamo y de inversión de los bancos, no es difícil hacer aumentar la oferta de dinero en períodos de optimismo general. En tales momentos, las autoridades monetarias no necesitan más que suministrar a los bancos las reservas adicionales, y los bancos se encargarán de aumentar sus préstamos, sus inversiones y sus depósitos. Pero todo lo contrario sucede en períodos de depresión y de retroceso, dado el pesimismo que siempre les acompaña. En tales períodos, un aumento en las reservas bancarias no conduce necesariamente a un aumento de los préstamos, inversiones y depósitos durante un período considerable de tiempo, porque los bancos suelen estar menos dispuestos a incurrir en los riesgos que implican los préstamos e inversiones, y los hombres de negocios tienen menos aliciente para pedir prestado. Pero si las autoridades monetarias siguen una política más liberal, se combate por lo menos una mayor contracción, y se tiende, al hacer

bajar la tasa de interés y de este modo ofrecer mejores perspectivas, a acelerar la expansión del dinero.

Cuando aumenta la oferta de dinero los miembros de la comunidad poseen mayores saldos monetarios que antes. Suponiendo, como parece razonable, que ya hayan ajustado anteriormente sus saldos monetarios a aquel nivel que les es más ventajoso con relación a sus gastos, los poseedores de mayores saldos monetarios se encontrarán con que sus existencias de dinero exceden a lo que necesitan, y que les conviene gastar el exceso en bienes de consumo o en valores. Pudiera suceder que durante algún tiempo los gastos aumentaran con menor rapidez que la cantidad de dinero, puesto que el consumo es hasta cierto punto una costumbre y necesita que transcurra algún tiempo antes de alterarse, y la compra de valores puede también retrasarse. Sin embargo, existe la presión para aumentar los gastos, y aun cuando la velocidad media del dinero disminuya durante algún tiempo, y no es necesario que ocurra esto siempre, la expansión de la oferta de dinero sirve para desencadenar ciertas fuerzas que tarde o temprano aumentarán la velocidad del dinero. Es posible que el aumento en V sea pequeño si M crece de manera poco perceptible, o si la comunidad cree que el aumento total de M va a ser relativamente pequeño. Pero si la expansión de M se lleva a cabo de manera visible y, especialmente, si se espera que sea considerable, V aumentará por lo general en alto grado y con rapidez, pues toma cuerpo la opinión de que va a acelerarse la actividad económica, que va a aumentar el nivel de empleo y

que los precios van a subir. En estas circunstancias deja de ser ventajoso conservar el dinero durante tanto tiempo antes de gastarlo. Cuando se espera que los ingresos monetarios van a aumentar y afianzarse, deja de ser necesario conservar saldos monetarios tan considerables como reserva para las necesidades que pudieren presentarse. Las perspectivas de un alza de precios constituyen una razón aún más poderosa para gastar el dinero y conservar en su lugar otros valores. Cuando se espera que van a subir los precios, los consumidores se animan a prever sus necesidades futuras en la medida en que esto sea posible, los empresarios tratan de aumentar su capital fijo y sus existencias de materias primas y de artículos terminados, y los poseedores de fondos de inversión consideran lucrativo cambiar su dinero por valores de diferentes clases. Si se espera que el alza de los precios va a ser rápida, la velocidad puede aumentar hasta varias veces lo normal.

De este modo, una vez que la expansión ha comenzado, los gastos tienden a aumentar más rápidamente que la oferta de dinero. No debe deducirse, sin embargo, que los precios hayan de aumentar en proporción, porque este alza tiende a ocasionar una expansión del volumen de comercio. Cuán grande sea el aumento del comercio es cosa que varía de acuerdo con múltiples factores, de los cuales el más importante es el grado de desempleo de los factores de la producción que exista en el momento de comenzar la expansión del dinero. Si el sistema económico está operando muy por bajo de sus niveles de capacidad y existen grandes cantida-

des de trabajo, maquinaria y tierra que no se emplean en absoluto y otras muchas que sólo se emplean parcialmente, el auge de la producción y del comercio puede llegar a ser considerable. Al aumentar los gastos en artículos reproducibles, los productores particulares encuentran una mayor demanda monetaria para sus productos. Al aumentar la demanda, también lo hacen, en cierto grado, los precios, pero cada alza de precios ha de ir seguramente acompañada de una mayor producción, a menos —cosa que raramente sucede— que las tablas de costes suban con tanta rapidez como los precios.[1] La oferta es generalmente muy elástica cuando el desempleo es grande; una ligera alza de precios es suficiente para producir una expansión de la producción relativamente grande; porque los costos marginales de una mayor producción sólo aumentan con lentitud. Pero cuando la producción se acerca a su capacidad máxima, nuevos aumentos en la demanda monetaria traen

[1] Esta explicación se aplica con más propiedad a las industrias caracterizadas por competencia perfecta, o poco menos, y en las que cada productor descuida el efecto de su propia política de producción sobre el precio que rige en el mercado. Dadas estas condiciones, es casi seguro que un aumento en la demanda haga subir tanto los precios como la producción. De manera general, el análisis se aplica igualmente a las industrias caracterizadas por monopolio o competencia monopolística; por lo general una mayor demanda hace aumentar tanto los precios como la producción. Pero las políticas de precios y producción de aquellas industrias que poseen poder de monopolio en algún grado varían ampliamente. En algunos casos mantienen los precios relativamente fijos y dejan que el aumento en la demanda ejerza todo su efecto sobre la producción. Otras veces el aumento de la demanda se manifiesta en gran parte en un alza de precio, y sólo en un grado mínimo en una expansión de la producción.

como consecuencia aumentos cada vez mayores en los precios y menores en la producción, porque los costes marginales suben a pasos acelerados; las remuneraciones a los factores de la producción aumentan; se tiene que recurrir a factores productivos de una calidad cada vez inferior; hay que pagar más a los obreros por horas extras de trabajo; puede disminuir la eficacia de los obreros y de la dirección; y se hace necesario cada vez más instalar nueva maquinaria para aumentar la producción.

Sin embargo, si la industria está operando cerca ya de su máxima capacidad en el momento en que *M* aumenta de volumen, es probable que sea relativamente pequeño el aumento resultante en el volumen de transacciones efectuadas con artículos y servicios de producción actual. Naturalmente, se estimulará en cierto grado la producción; encontrará trabajo una parte de los desocupados, algunos obreros trabajarán horas extras, se utilizará más intensamente la maquinaria de buena calidad, y algunos agentes inferiores de la producción, que no hubiera valido la pena emplear en períodos de precios estables, tendrán que ser empleados. Pero en tales momentos es probable que una mayor demanda monetaria se manifieste sobre todo en precios más altos.

La exposición precedente se refiere al comercio de artículos y de servicios de producción actual; queda todavía por estudiar las transacciones efectuadas con valores y artículos procedentes de períodos anteriores. También hay probabilidades de que esta actividad aumente al hacerse mayores los gastos monetarios. Es probable que sea considerable el aumento del comercio especu-

lativo con valores, mercancías que figuran en los mercados organizados y bienes raíces.

Por consiguiente, debe deducirse que en períodos de transición un aumento provocado en la oferta de dinero sirve para acrecentar su velocidad, el volumen de transacciones y los precios. Depende de los movimientos relativos de *V* y de *T* el que el alza resultante en los precios esté en proporción con el aumento del dinero o sea mayor o menor que él. Si ambos aumentan al mismo ritmo, *P* y *M* reaccionarán en consonancia. Si *V* aumenta con mayor rapidez que *T, P* aumentará más rápidamente que *M*. Si, por el contrario, *V* aumenta más lentamente que *T, P* aumentará más despacio que *M*. Sin conocer las condiciones del momento de que se trate, no se podrá predecir de antemano cuáles han de ser los cambios relativos de *V* y de *T;* además, es probable que en las diferentes etapas del mismo período de transición varíe la proporción de estos cambios relativos. En el comienzo del período de transición, *T* puede aumentar fácilmente con mayor rapidez que *V,* sobre todo si la expansión se inicia en un momento de considerable desempleo. Más adelante, cuando la producción se acerca a su capacidad máxima, *V* puede aumentar con mayor rapidez, y quizá mucho más rapidamente que *T*. Este cambio en la proporción relativa de rapidez de aumento de *V* y de *T,* contribuye de manera considerable a explicar porqué los precios pueden variar poco al principio y luego en una proporción cada vez mayor durante inflaciones continuadas.

Incluso en aquellos casos en que el aumento del ni-

vel general de precios ha sido iniciado por una expansión de la cantidad de dinero, no todos los precios individuales resultan afectados de manera uniforme. Algunos reaccionan y avanzan con rapidez, mientras que otros sólo lo hacen tras una demora y con lentitud; y cuanto más rápido es el aumento del nivel general de precios, mayor suele ser la dispersión de los precios individuales. Subrayaremos algunas de las razones más importantes de esto.[2]

Aunque la mayoría de los precios puede oscilar con libertad, hay algunos que están fijos durante períodos más o menos largos de tiempo a consecuencia de disposiciones gubernamentales o de contratos. Aquellos precios que principalmente regula el gobierno son las costas, las tarifas postales, alcabalas, tarifas de servicios públicos y de transportes. No obstante, esta lista está aumentando rápidamente. Muy numerosos son los precios fijados por contratos; pero probablemente los más importantes son los pagos de intereses sobre valores, las rentas de la tierra, edificios y maquinaria, y en menor grado los salarios.

Aun aquellos precios que pueden variar legalmente con libertad siguen diferentes líneas de conducta, debido a variaciones tanto en la demanda como en la oferta. El aumento de la demanda monetaria no se manifiesta simultánea y proporcionalmente en todos los artículos que se pueden comprar. En primer lugar, el dinero

[2] Para una explicación de algunos de estos factores, ver Irving Fisher, *The Purchasing Power of Money,* Nueva York, 1926, cap. IX, pp. 184-197.

nuevo entra en circulación en determinados puntos del sistema económico, y es allí donde primero se sienten sus efectos. En segundo lugar, es probable que la expansión dé como resultado una redistribución de la riqueza y de los ingresos que altere el sistema de gastos de la comunidad en su conjunto. En tercer lugar, no es probable que un individuo que reciba mayores ingresos monetarios distribuya proporcionalmente ese incremento entre todo lo que compraba; por el contrario, es probable que aumente la proporción de lo que gasta en artículos de lujo y de lo que destina a la compra de bienes de capital. Esto sucederá especialmente antes de que el coste de la vida aumente tanto como los ingresos.

La reacción de los precios está también influída por las condiciones de la oferta. Cuando existe una mayor demanda de artículos cuya oferta no puede aumentar, esto se manifiesta en precios más altos, y cuando aumenta la demanda de artículos reproducibles, el resultado suele ser una expansión tanto en el precio como en la cantidad que se produce. Pero los cambios relativos en los precios y en la producción de artículos reproducibles varía considerablemente de un caso a otro. Algunas de las razones más importantes para esta falta de uniformidad de reacción son las diferencias en el grado de competencia y de monopolio que exista en las diferentes industrias, en las políticas de precio y de producción que sigan las empresas con poder de monopolio, en la rapidez de aumento de los costes y especialmente de los salarios, en el exceso de capacidad de las distintas industrias en el momento en que comienza la expansión y en la

facilidad o dificultad de aumentar su capacidad cuando esto sea necesario.

De igual modo que un aumento en la oferta de dinero puede, durante el período de transición, aumentar la velocidad, los gastos y el volumen de transacciones, y conducir a condiciones de gran prosperidad, una disminución en la oferta de dinero puede reducir la velocidad, los gastos, el volumen de transacciones y ocasionar un retroceso y depresión en los negocios.[3]

Una disminución de *M* implica que los miembros de la comunidad, en conjunto, han de poseer menores saldos monetarios que antes. Si las personas o empresas que sufren la disminución de dinero tratan de mantener sus gastos al nivel antiguo, sus saldos serán menores que antes con relación a sus gastos, y sentirán probablemente una escasez de dinero que intentarán remediar reduciendo sus gastos. Durante algún tiempo es probable que los gastos no disminuyan tan rápidamente como *M*, pues en cierto grado constituyen ya una costumbre. Pero, no obstante, existe una tendencia hacia la disminución. Y, aun cuando los gastos no decrezcan durante algún tiempo con la misma rapidez que *M* —aunque esta condición no es imprescindible—, es probable que más adelante disminuyan con mayor rapidez que *M;* y *V* tiene probabilidades de disminuir. Si se prevee pequeña la disminución en *M, V* disminuirá posiblemente poco; pero si se anticipa un descenso rá-

[3] No se afirma, sin embargo, que los aumentos y disminuciones en la oferta de dinero sean los únicos factores que puedan ocasionar condiciones de auge o depresión.

pido y prolongado, la disminución de V será considerable, porque las reducciones efectivas y previstas en la oferta de dinero originan temores de que el empleo, los ingresos y los precios decaigan. Los miembros de la comunidad, al temer que sus ingresos monetarios disminuyan y que probablemente hayan de ser más irregulares, tratan de acumular mayores saldos monetarios como medio de protección contra posibles contingencias. A este fin, reducen sus gastos, ofrecen mercancías y valores a la venta en condiciones más favorables, o hacen las dos cosas. Esta tendencia a mantener más dinero como portador de valor —a la que con frecuencia se da el nombre de "huída hacia el dinero"— está reforzada por la creencia de que los precios de las mercancías, servicios y valores van a bajar.

De este modo, una vez que comienza la contracción, los gastos disminuyen en general con mayor rapidez que la oferta de dinero. Sin embargo, los precios no disminuyen en proporción a los gastos, porque el volumen de comercio ha decrecido. La reducción de gastos en artículos reproducibles repercute en los empresarios en forma de una menor demanda monetaria de sus productos. Al bajar la demanda, los precios también disminuyen en cierto grado, y cada descenso en los precios va acompañado de una contracción de la producción, a menos que las tablas de costes bajen con igual rapidez que los precios —cosa que apenas tiene probabilidades de suceder—.[4] La reducción del comercio efec-

[4] Aquí, nuevamente, la explicación se aplica mejor a las industrias en que existen condiciones que se aproximan a la competencia

tuado con mercancías y servicios de producción actual suele ir acompañada de una reducción del comercio de mercancías y valores acumulados en períodos anteriores. La disminución del comercio especulativo de valores, de mercancías que figuran en las listas de las bolsas especializadas, y bienes raíces, tiene probabilidad de ser especialmente considerable.

De esta manera, una disminución en la oferta de dinero, a corto plazo, afecta no sólo a los precios, sino igualmente a la velocidad del dinero y al volumen de transacciones. De las relativas magnitudes del cambio que experimenten la velocidad y el volumen del comercio depende el que los precios bajen en proporción o más o menos que proporcionalmente a la disminución de la oferta de dinero.

En este caso, como en el caso de un aumento en la oferta de dinero, los precios individuales reaccionan de manera muy distinta unos de otros. Algunos bajan en seguida y rápidamente, y otros lo hacen sólo tras larga demora y aun entonces con lentitud. Ya hemos apuntado los factores a que puede atribuirse esta falta de uniformidad.[5]

perfecta, aunque también se aplica de manera general a las industrias en las que las empresas individuales tienen un cierto grado de poder de monopolio. Aun dadas estas condiciones, hay probabilidades de que las disminuciones en la demanda monetaria conduzcan a disminuciones tanto en los precios como en la producción. Las políticas de precios y de producción varían ampliamente, sin embargo. En algunos casos empresas con poder de monopolio mantienen los precios y permiten que la reducción de la demanda se manifieste completamente, o poco menos, en una producción disminuída. Otras veces, la disminución en la demanda monetaria se manifiesta en gran parte en precios más bajos y sólo escasamente en una producción reducida.

[5] Cf. p. 87.

Oscilaciones Reales del Nivel de Precios

Debe subrayarse que la exposición hecha en el apartado precedente se refiere exclusivamente a los efectos atribuibles a cambios que se originan en la oferta de dinero. No pretende explicar la totalidad de las oscilaciones reales de los precios. El objeto de este apartado es indicar qué método de análisis ha de emplearse para llegar a una explicación del verdadero funcionamiento del nivel de precios a largo plazo y durante las distintas fases del ciclo económico.

Tendencia de los precios en plazos largos.—La tendencia a largo plazo de los precios depende, desde luego, de las alteraciones relativas de M, V y T, que a su vez están ocasionadas por las muchas fuerzas que a largo plazo operan sobre ellas.

En todos los países, menos en aquellos en que se ha alcanzado un alto grado de madurez y se han estancado económicamente, T tiene una tendencia secular ascendente. El aumento de la población, la extensión de territorio utilizado, las invenciones y más amplios conocimientos, los medios de transporte más rápidos y baratos y la especialización intensificada, tienden entre todos a aumentar la productividad. Y el volumen de comercio de mercancías y de servicios de producción reciente tiende a aumentar con mayor rapidez que la producción, debido a la mayor especialización en las empresas que sirve para aumentar el número de veces que se vende cada mercancía o servicio antes de que llegue a su consumidor último. El volumen de comer-

cio que se efectúa con riquezas y con valores acumulados manifiesta igualmente una tendencia a subir en una sociedad económicamente progresiva. De hecho, en una economía en expansión, hay únicamente dos causas que tienden a hacer disminuir *T* a la larga. Una es la tendencia hacia la integración vertical de las empresas, que propende hacia la reducción del número de veces que se vende cada artículo antes de llegar a su comprador final. La otra es el desarrollo de los sistemas de trueque y de compensación, tales como los que emplean los mercados organizados de valores y de productos. El poder combinado de estas causas suele ser en general tan pequeño que, cuando más, lo que logran es disminuir la rapidez de aumento de *T*. Este aumento a la larga de *T* debe producir una tendencia de los precios a disminuir a través de períodos considerables, a menos que vaya acompañada de un aumento neutralizador de los gastos monetarios.

En una economía en expansión, *V*, debido a varias razones, también manifiesta una tendencia a aumentar en períodos largos. En primer lugar, las instituciones de crédito y financieras adquieren mayor desarrollo y se utilizan más ampliamente, de modo que los valores y otros bienes de inversión llegan a suplantar con mayor frecuencia al dinero como portador de valor. En segundo lugar, el aumento de la población —y especialmente su mayor industrialización y urbanización— tiene probabilidades de alterar en tal modo el sistema de pagos que da como resultado un aumento de la velocidad del dinero. Los recibos y los desembolsos tienden a efectuarse a intervalos

más cortos, y probablemente con mayor regularidad, y las fechas de recibo y de desembolso tienden a corresponderse con mayor exactitud, debido a la proporción cada vez más grande de ventas a crédito. En tercer lugar, la mayor densidad de la población y el aumento en la rapidez de comunicaciones y transportes sirven para hacer disminuir el tiempo que necesita el dinero para pasar de manos de quien lo paga a las de quien lo recibe.

La cantidad de dinero puede aumentar o disminuir a través de períodos considerables según sean las alteraciones que sufra el volumen de la base monetaria, la elección de la comunidad en cuanto a las proporciones relativas de dinero que mantendrá en forma de efectivo o de cuentas de cheques y la proporción entre las reservas de los bancos y los depósitos. Sin embargo, suele ser más frecuente que el movimiento a la larga de la oferta de dinero sea ascendente, aunque el ritmo del aumento varíe considerablemente. La base monetaria suele aumentar a causa de la acumulación de oro monetario, de la emisión de otras clases de monedas y de billetes, y del aumento de los créditos vigentes del banco central. A través de períodos largos, la comunidad suele mostrar una mayor preferencia por mantener depósitos a la vista en vez de efectivo. En algunos períodos la proporción entre reservas y depósitos disminuye, debido, bien a reducciones de los requisitos legales de reserva, bien a la creencia, entre los banqueros, de que tamañas reservas con relación a los depósitos han dejado de ser necesarias. Todas estas causas, si se presentan, ocasionan una mayor oferta de dinero. Pero en la práctica ha ha-

bido períodos bastante considerables en los que la oferta de dinero en realidad ha disminuído. En la mayoría de los casos esto se ha debido a una contracción de la base monetaria, producida por exportaciones de oro, por el retiro de papel moneda y de monedas de otros metales, o por una contracción del crédito otorgado por el banco central. Una disminución de la oferta de dinero puede ser ocasionada o agravada, no obstante, por un aumento de la proporción entre las reservas y los depósitos que mantienen los bancos. Esto ha sucedido generalmente en el pasado cuando bancos poco serios quedaron desplazados por otros que operaban sobre bases más sólidas.

En resumen, el comportamiento de P a través de períodos considerables depende de los cambios relativos de M, V y T determinados por los factores de largo plazo pertinentes. Si MV aumenta más de prisa que T, P manifiesta una tendencia secular al alza; si MV aumenta con menor rapidez que T, P manifiesta una tendencia secular hacia la baja. Es difícil generalizar *a priori* sobre el ritmo de cambio de estos factores en los diferentes períodos. En un sistema económico en expansión, tanto V como T mostrarán casi seguramente una tendencia hacia el alza a lo largo de períodos muy considerables, aunque sería únicamente una coincidencia que ambos aumentaran al mismo ritmo. Lo más frecuente es que M manifieste también una tendencia a aumentar a la larga, pero la velocidad de aumento varía considerablemente, e incluso no es extraño encontrarse con períodos de contracción.

Movimientos cíclicos de los precios.—Además de sus tendencias a largo plazo, los niveles de precios sufren considerables fluctuaciones durante las distintas fases del ciclo económico. Estas fluctuaciones son también resultado de los cambios de *M, V* y *T,* pero están principalmente influídas por los factores cíclicos a corto plazo más que por los factores que determinan las tendencias a largo plazo. Para explicar el funcionamiento de *M, V* y *T* en el ciclo económico sería necesio dar una completa explicación de éste. No podemos intentar esto en el presente capítulo, pero lo haremos más adelante.[6] Hemos de limitarnos por ahora a una descripción de los aspectos monetarios de los procesos acumulativos de expansión y contracción, y no examinar más que ligeramente las razones por las que los negocios en un momento dado detienen su expansión y se manifiesta en ellos una contracción acumulativa, mientras que en otros momentos dejan de disminuir, comenzando entonces una expansión acumulativa. Trataremos primeramente del proceso de contracción.

Las características principales de la contracción cíclica son disminuciones acumulativas en las utilidades que se obtienen y en las que se preven, tanto como en el volumen de empleo, producción, ingresos reales y precios. Estos fenómenos se manifiestan en la ecuación del cambio como disminuciones de *M, V, T* y *P.*

La oferta de dinero, que está influída por tantos factores, funciona de manera diferente en cada una de las contracciones y en cada uno de los distintos países,

[6] Cf. caps. VI y VII.

pero en tales períodos está siempre sujeta a diferentes fuerzas que tienden poderosamente a hacerla bajar. La mayor parte de estas fuerzas actúa sobre los depósitos a la vista. Las perspectivas de utilidades, al disminuir con mayor rapidez que las tasas de interés, o al llegar a desaparecer por completo, hacen que los hombres de negocios reduzcan su demanda de préstamos bancarios, y los bancos tratan de hacer que les sean devueltos los préstamos concedidos a favor de prestatarios cuyo crédito empieza a parecer dudoso. Esta reducción de préstamos se podría neutralizar, naturalmente, mediante un aumento en las inversiones de los bancos, pero con frecuencia éstos no siguen tal política, a causa de varias razones. Pueden pensar que no es conveniente para los bancos sobrecargarse demasiado de valores a largo plazo, pueden temer que éstos bajen de valor, pueden también prever saldos desfavorables en la cámara de compensación o temer que se produzcan pánicos entre los depositarios. En la mayoría de los países, y especialmente en los Estados Unidos de América, donde los fracasos han sido tan numerosos, y los bancos tienen por lo tanto buenas razones para temer pánicos, este tipo de presión ha sido suficiente para producir bajas considerables en los depósitos a la vista y en la oferta de dinero. Se pueden evitar en lo futuro tales disminuciones en la oferta de dinero si los bancos acostumbran a aumentar sus existencias de inversiones a largo plazo, si el público pierde su desconfianza en la seguridad de los bancos, y si las autoridades monetarias siguen la política de suministrar a los bancos un exceso suficiente

de reservas que les coloque en posición de gran solvencia, sin necesidad de liquidar préstamos e inversiones. Si se evitan tales disminuciones en la oferta de dinero, se podrá reducir en algo la intensidad de las depresiones.

La disminución de la velocidad del dinero es una característica invariable de los períodos de contracción. Al propagarse entre la comunidad el temor de un descenso en las utilidades, volumen de empleo, ingresos y precios, la gente aplaza sus gastos y conserva el dinero más tiempo. Los consumidores posponen sus gastos y conservan su dinero, tanto para protegerse contra las necesidades que puedan presentarse en los días aciagos que se aproximan, como para beneficiarse de la baja de precios que se prevee. Los empresarios conservan el dinero y aplazan sus compras de equipo duradero y de materias primas porque esperan poder comprarlos posteriormente a un precio más barato, y también a causa de su pesimismo en cuanto a la demanda que exista para su producción en lo futuro. Las instituciones financieras y los poseedores de fondos de inversión tienden también a conservar dinero en vez de valores u otros bienes de inversión, cuyo riesgo de pérdida se considera grande.

La reducción de los gastos que se puede atribuir a disminuciones de M y de V se manifiesta en parte en una reducción de P, y en parte en una mengua de T. El comercio que se lleva a cabo con mercancías y valores acumulados durante períodos anteriores —y particularmente el comercio especulativo— baja, del mismo modo

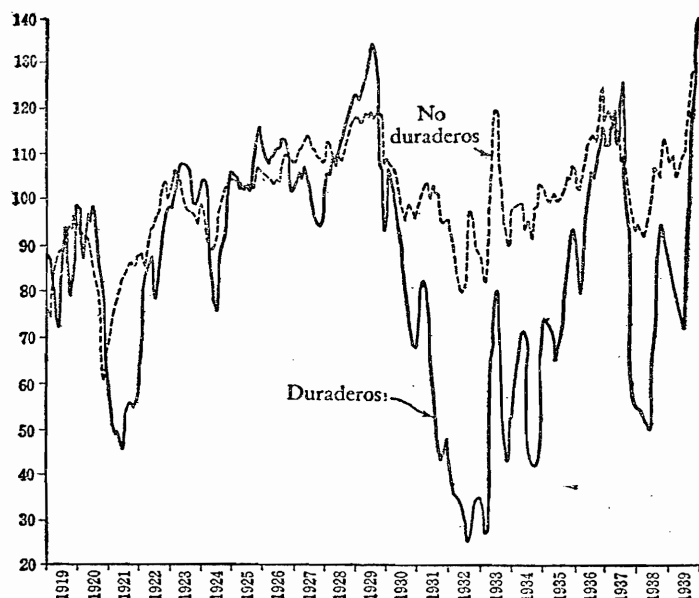
que el comercio llevado a cabo con mercancías y servicios de producción reciente. La reducción en los gastos se refleja sobre el productor individual en la forma de una menor demanda de su producto. Esta demanda disminuída conduce a una baja de precio, y por lo tanto a una reducción de la producción, porque las tablas de costes no bajan con tanta rapidez como los precios.[7]

El comportamiento de la demanda monetaria de diferentes clases de mercancías y de servicios varía, sin embargo, ampliamente. La comunidad no distribuye proporcionalmente la disminución de su demanda entre todas las cosas que compra. Lo que hace es mantener casi intacta su demanda de algunas cosas, mientras que deja casi totalmente de comprar otras. El contraste más notable que observamos en el funcionamiento de la demanda monetaria es el que existe entre la demanda de bienes de producción duraderos y la de bienes no duraderos de consumo, aunque este comportamiento, si se refiere a la demanda de artículos individuales, varía considerablemente según cada uno de los artículos de que se trate.

En general, la demanda de artículos de consumo disminuye menos que la de bienes de producción. Dentro del grupo de artículos de consumo, la demanda de mercancías y servicios de carácter temporal y que los compradores consideran como necesidades suele ser la que disminuye menos. Aquí se incluyen cosas como alimentos de primera necesidad, combustibles domésticos,

[7] Para una advertencia acerca de la utilización de este análisis, ver nota 4 de este capítulo, pp. 90-91.

luz, habitación y aquellas cosas necesarias para que cada uno mantenga su posición social. La necesidad de estas cosas es de lo más urgente, y no se puede aplazar su compra. La disminución de la demanda de artículos



CUADRO IV

Indices de fabricación de productos duraderos y no duraderos, en Estados Unidos, 1919-1939, tenidas en cuenta las variaciones estacionales. (Proporción mensual de 1923-1925 = 100.)

Las industrias de productos duraderos incluyen hierro y acero, coke, metales no ferruginosos, maderas, cemento, láminas de vidrio lisas, automóviles, locomotoras y barcos. Las industrias de productos no duraderos incluyen tejidos, productos de cuero, artículos alimenticios, tabaco, papel e impresión, refinería de petróleo, llantas y cámaras de hule. (Los datos están tomados de la Junta de Gobierno del Sistema de Reserva Federal.)

de consumo de tipo duradero, o simplemente de lujo, tiene probabilidades de ser mayor. En este grupo se incluyen cosas como automóviles de lujo, mobiliario, ropa de mucha duración y frecuentemente superflua, bebidas, viajes y diversiones caras. Por lo general se sacrifican a favor de otras necesidades más urgentes todos los lujos, excepto, quizá, aquellos que implican un gasto mínimo, y la compra de artículos duraderos se puede aplazar hasta la llegada de tiempos mejores.

Muchas familias han llegado a la conclusión, durante períodos de depresión, de que la vida sencilla es, no sólo la más virtuosa, sino también la que nos conduce a la verdadera felicidad; que el auto viejo aún está en buen uso y que realmente tiene más empaque que esos nuevos modelos tan llamativos; que basta una buena limpieza y un buen planchado para que el abrigo quede como nuevo, y que los muebles viejos tienen un cierto aire de madurez y de comodidad que nunca llegan a obtener los de última moda. Es también probable que la demanda se traslade de los artículos de alta a los de baja calidad.

La demanda de artículos duraderos de producción es la que sufre un mayor descenso. La rapidez de esta caída se debe a la naturaleza de los productos mismos, pues no forman parte directa del consumo sino que se utilizan directa e indirectamente para producir bienes de consumo.[8] Por lo tanto, existe únicamente una de-

[8] Algunos artículos de producción se utilizan directamente para producir artículos de consumo, otros para producir nuevos artículos de producción que, a su vez, se utilizan para producir artículos de con-

manda de ellos cuando la necesidad que se prevee de sus productos —bienes de consumo— es tal que hace ventajoso su empleo. Una cierta disminución en la demanda de un artículo de consumo suele ocasionar una reducción mayor en la demanda de bienes de producción que se utilizan para fabricarlos. Dadas ciertas condiciones, basta una menor tasa de aumento en la demanda de artículos de consumo para efectuar una disminución absoluta en la demanda de los bienes de producción respectivos.

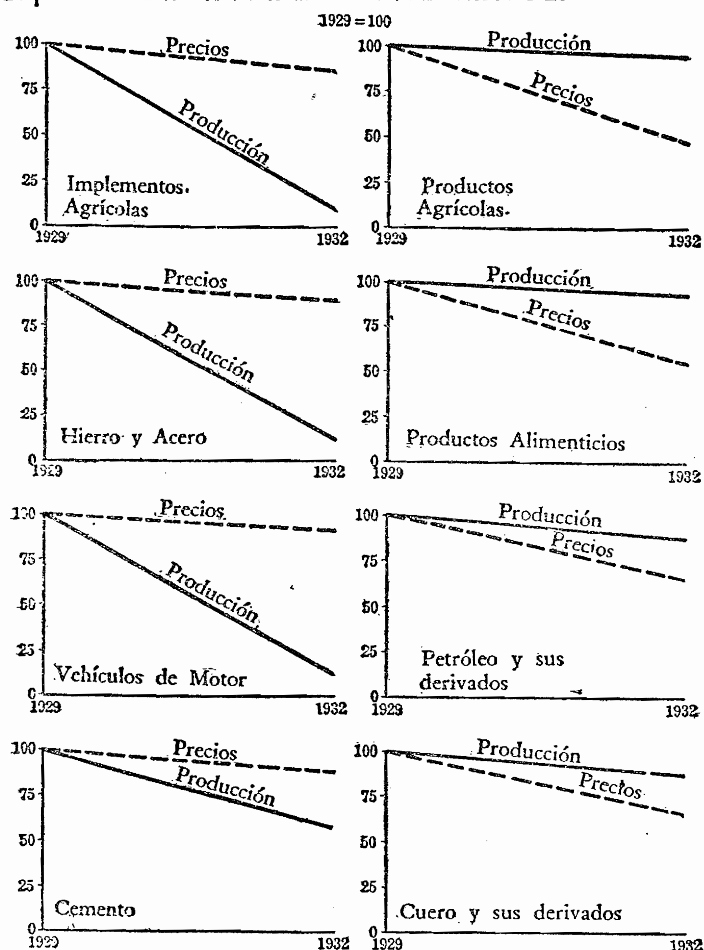
En toda industria existe una demanda de bienes de producción con cualquiera de estas tres finalidades: *1)* la de aumentar la capacidad total de producción, a fin de satisfacer el aumento que se espera en la demanda de sus productos; *2)* la de reemplazar maquinaria gastada; y *3)* la de reemplazar maquinaria anticuada o que se esté anticuando por modelos más eficaces. En períodos de contracción suele disminuir la demanda de todo esto. Como la demanda de productos finales —bienes de consumo— no sólo deja de aumentar, como hacía durante el período anterior de prosperidad, sino que en la realidad disminuye, la capacidad productiva que existe se hace no sólo suficiente sino que llega a ser excesiva, de tal modo que es probable que desaparezca la necesidad de una nueva maquinaria con la que aumentar la capacidad productiva total. Es probable que disminuyan los pedidos de reposiciones de capital, debido tanto al menor des-

sumo, y así sucesivamente. En general, mientras más lejana sea la etapa, mayor es la fluctuación de la demanda.

gaste de la maquinaria a consecuencia de su empleo disminuído como al hecho de que muchas compañías pueden satisfacer la demanda reducida de sus productos sin necesidad de reemplazar la maquinaria que se desgasta. Además, los empresarios no se deciden, durante el período de contracción, a reemplazar la maquinaria anticuada, porque consideran que estos cambios no son provechosos sino cuando se puede utilizar el nuevo equipo en forma constante, condición que no se dá precisamente durante los períodos de depresión. Puede haber, por supuesto, algunos empresarios que hagan caso omiso de la contracción de la demanda por el momento y en el futuro inmediato, y que anticipando un lejano aumento de la demanda, compren bienes de producción adicionales, pero estos empresarios constituyen una minoría.[9]

El comportamiento de la demanda monetaria, que varía según los diferentes tipos de mercancías y de servicios, nos ayuda a explicar las diferencias en el comportamiento de los precios y de la producción de estos artículos durante los períodos de depresión. Pero las industrias reaccionan de diferentes maneras ante una cierta reducción de la demanda monetaria. En un caso extremo, una menor demanda no afecta para nada los precios y se manifiesta únicamente en una producción reducida; y en otro, apenas toca la producción y se manifiesta en una baja de los precios. Las reacciones que puedan tener dependen de un cierto número de

[9] El funcionamiento de la inversión se expondrá más adelante en el cap. VII.



CUADRO V

Comparación de los cambios en los precios y en la producción de diversas clases de productos durante la depresión, 1929-1932.

Estas gráficas se hicieron uniendo los índices de 1929 con los de 1932, haciendo caso omiso de las estadísticas de los años intermedios. Sería erróneo, por lo tanto, deducir que los verdaderos descensos pueden interpretarse con fidelidad mediante una línea recta. (Datos tomados de *The Structure of American Industry,* Parte I, 1939, pág. 386. Publicado por la National Resources Board.)

factores, entre los cuales encontramos el grado de monopolio y de competencia de precios que exista en la industria y las políticas de precios que se sigan, si existen elementos monopolísticos, de la rapidez de adaptación de los salarios y de otros costes, y de la distribución de éstos en las categorías de costes fijos y variables. Durante el período de expansión suele suceder en general lo contrario de lo que acabamos de describir. Este período incluye las fases de recuperación y de prosperidad y se extiende desde el momento en que comienza la recuperación hasta cuando la crisis anuncia un nuevo retroceso. En general sus características principales son lo contrario de las de la contracción —creciente desarrollo y mayor perspectiva de utilidades, mayor volumen de empleo y mayores ingresos reales, y una previsión optimista de que ha de continuar la mejora. Estos fenómenos se manifiestan en la ecuación del cambio en la forma de aumentos en *M, V, T* y *P.*

La oferta de dinero sufre un poderoso empuje hacia arriba durante la fase de expansión del ciclo económico debido a la presión que se ejerce sobre los bancos para que amplíen su crédito. Cuando las utilidades que se espera obtener mediante el empleo de fondos en negocios "legítimos" y en especulaciones aumentan con mayor rapidez que las tasas de interés, los empresarios amplían su demanda de préstamos bancarios. Y los banqueros, que participan del optimismo general acerca de la actividad de los negocios, confianza para crédito, y los precios, suelen satisfacer estas demandas en la medida en que les es posible. Si una política monetaria severa y restric-

tiva no se lo impide, los bancos tenderán, probablemente, a aumentar su capacidad de préstamo pidiéndo prestado al banco central. En el pasado, estas influencias han sido lo suficientemente poderosas durante el proceso de expansión como para originar aumentos considerables en la oferta de dinero. Sin embargo, tales aumentos pueden ser evitados en lo futuro si las autoridades monetarias adoptan una política de restricción lo bastante decidida. Si se hace esto, se podrá evitar probablemente que se llegue a auges excesivos.

El proceso de expansión de los negocios va invariablemente acompañado de una mayor velocidad de circulación del dinero. Cuando los miembros de la comunidad consideran cada vez con mayor optimismo las posibilidades de empleo, ingresos, utilidades y precios en lo futuro, aumentan sus gastos y reducen el grado en que atesoran el dinero como portador de valor. Los consumidores, que esperan que el empleo ha de ser cada vez más constante y que los ingresos van a seguir subiendo, sienten confianza al gastar la mayor parte de sus ingresos actuales y al reducir al mínimo la cantidad de dinero que mantienen. Esta tendencia a gastar más rápidamente se refuerza de manera considerable si se espera un aumento de precios. Los empresarios, al anticipar una mayor demanda de sus productos, y temiendo que suban los precios de las materias primas y del capital fijo, se ven forzados a comprar rápidamente, no sólo para hacer frente a sus mayores necesidades de momento, sino también quizá para aumentar sus existencias en anticipación de necesidades futuras. Las insti-

tuciones financieras y los poseedores particulares de fondos de inversión, en la creencia de que los valores y otras inversiones no van a bajar, sino que probablemente subirán de precio, disminuyen sus atesoramientos de dinero y en su lugar guardan en su poder estos valores rentables.

Este aumento de gastos, que puede atribuirse al alza tanto de *M* como de *V*, ejerce parte de sus efectos sobre *T* y parte sobre *P*. El aumento de *T* representa, hasta cierto grado, un mayor comercio, sobre todo comercio especulativo, en mercancías, servicios y valores acumulados durante períodos precedentes. Representa, sin embargo, en un grado mayor, un aumento del comercio llevado a cabo con mercancías y servicios de producción actual. El aumento de gastos lo notan los productores individuales en la forma de una mayor demanda de sus productos. Esta mayor demanda conduce a precios más altos y, por lo tanto, a un aumento de la producción.[10] En las primeras fases de la recuperación, cuando el desempleo de trabajo y de capital es todavía considerable, el aumento en la demanda se suele reflejar en alto grado en la forma de una mayor producción y, en un grado menor, en forma de precios más altos. Pero al continuar la recuperación y al disminuir el desempleo, los obstáculos con que tropieza el aumento de la producción se hacen mayores y el aumento de la demanda se pone en evidencia cada vez más en los precios.[11]

[10] Cf. la advertencia sobre este análisis en la n. 1 de este cap., p. 84.

[11] El análisis de las pp. 84-85 puede aplicarse también al período de auge.

Aunque la descripción que acabamos de hacer señala la pauta general de los acontecimientos durante el proceso de expansión del ciclo, el comportamiento de la producción y de los precios varía ampliamente según las diferentes industrias, debido a diferencias tanto en las condiciones de la demanda como de la oferta. Cuando la demanda aumenta durante la expansión, no se distribuye proporcionalmente entre los diferentes tipos de producción. En general, la demanda de bienes de consumo aumenta en una proporción menor que la de bienes de producción, aunque hay variaciones considerables en el funcionamiento de la demanda de artículos individuales dentro de cada grupo. Dentro del grupo de artículos de consumo, aquéllos de primera necesidad de tipo no duradero —y cuya demanda fué la que menos sufrió durante la contracción— serán probablemente los que experimenten un menor aumento en su demanda, pues al aumentar la prosperidad de la gente surgirá la tendencia a comprar artículos de mejor calidad. La demanda que aumentará más será la de artículos de consumo pertenecientes al grupo de artículos de lujo y duraderos. La gente, que durante la depresión se vió obligada a no consumir artículos de lujo, se encontrará ahora en condiciones de satisfacer el deseo que ha sentido durante tanto tiempo por estos artículos. También podrá reemplazar sus artículos duraderos gastados y pasados de moda, como automóviles, muebles y ropa de larga duración.

La demada que experimenta un mayor aumento es la de artículos de producción duraderos. Al ampliarse la demanda de bienes de consumo y al esperarse que

este aumento continúe, se considerará que la capacidad existente de producción es demasiado pequeña; los empresarios gastarán, por lo tanto, en reparaciones y reposición del equipo desgastado y descuidado durante el período de contracción, y comprarán nuevo equipo para hacer frente a los aumentos presentes y previstos en la demanda de sus productos. Como tienen grandes esperanzas de poder trabajar de una manera continua y constante, es probable que también reemplacen el equipo anticuado o que se está anticuando por nuevos tipos inventados pero no utilizados durante la depresión. Si los empresarios esperan que vaya a subir el precio del capital fijo, todo este proceso aumentará de velocidad. Los fondos con los que hayan de comprar este mayor volumen de capital fijo pueden venir de tres fuentes: del mayor volumen de ahorros voluntarios que queda disponible al aumentar los ingresos sociales y al ahorrarse mayor parte de ellos; del dinero atesorado durante la depresión anterior; y del nuevo dinero creado por el sistema bancario mediante la extensión de sus préstamos e inversiones. Las industrias de artículos de producción, que eran las que más sufrían durante la depresión, se convierten en las más favorecidas por el auge.

Pero no todas las desigualdades del funcionamiento de la producción y de los precios se pueden atribuir a diferencias en los ritmos de aumento de la demanda. Diferentes industrias reaccionan de diversos modos frente a un mismo aumento en la demanda. En un caso extremo, una mayor demanda no afecta para nada a los precios y se manifiesta únicamente en una mayor pro-

ducción; mientras que en otro, apenas toca la producción y su aumento se manifiesta casi por completo en forma de más altos precios. En cada caso, el ritmo relativo de los cambios de la producción depende de los muchos factores enumerados anteriormente: el grado de competencia y de monopolio que existe en la industria y las políticas de precios que se sigan, caso de existir elementos monopolísticos; el ritmo de aumento en los costes del trabajo y otros; y el que los costes estén en buena parte fijados o sean variables por naturaleza.

En resumen, la fase de expansión del ciclo se caracteriza por aumentos en *M, V* y *T*. *MV* sube por lo general más que *T*, de modo que *P* también sube. Hasta hace poco tiempo se creía que sólo podía llegarse a un auge si *P* subía; pero hoy en día es hecho reconocido que puede tener lugar un auge de los negocios con precios estables o incluso ligeramente en baja. No obstante, esto sólo puede ocurrir si un rápido aumento en la eficacia de la producción hace bajar los costes por unidad tanto como para permitir la aparición de un margen de utilidades anormalmente amplio entre los costes en descenso y los precios de venta estables o más lentos en su baja. Los precios al por mayor mostraron una tendencia muy lenta hacia la baja durante el período de prosperidad que terminó en 1929. Sin embargo, el nivel general de precios, incluyendo los precios de todo lo que se compra con dinero, subió.

Una Crítica del Método de Transacciones de la Teoría Cuantitativa

Una de las principales críticas que se han hecho al método de transacciones de la teoría cuantitativa es la de que el nivel de precios *(P)* al que conduce abarca tantas cosas que llega a ser un "revoltijo" y pierde significación. No puede haber problema en cuanto al contenido de *P*. Incluye los precios de todo lo que se comprende en *T*, que abarca todo lo que se vende por dinero: artículos viejos y nuevos de todos los tipos, servicios de todas clases, inclusive el trabajo, y valores de todo género. Es difícil imaginar un problema para cuya solución un índice de precios que diera el promedio de salarios y de los precios de todos los artículos e instrumentos financieros fuera más útil. Debe concederse —para fines analíticos— que son de mayor utilidad los números índices por ser menos generales y más homogéneos en su contenidos.

De todas maneras, los defectos de *P* como número índice no deben impresionarnos desfavorablemente acerca de la utilidad y validez del método de transacciones de la teoría cuantitativa como medio de explicar el poder adquisitivo del dinero sobre cualquier categoría general de cosas. Para una explicación adecuada de los movimientos de cualquier índice, aun si es mucho menos general que *P*, deben tomarse en consideración *M*, *V* y *T*. Por ejemplo, aun si se desea explicar los movimientos de los precios de los artículos y servicios de producción presente, deben tomarse en cuenta los otros componentes de *T*, porque un aumento del comercio en valo-

res o en los artículos duraderos ya producidos puede absorber gastos y disminuir los destinados a la producción del momento. O una disminución del comercio en valores y artículos ya producidos puede dar mayor libertad a los gastos en la producción actual. En realidad cada artículo que entra en el comercio compite por los gastos, y no puede explicarse el nivel de precios de ninguna clase considerable de artículos si se ignora cualquiera de las demandas de gastos que compiten con ella.[12]

Por fortuna, puede rescatarse a la teoría cuantitativa de esta crítica descomponiendo el nivel de precios, *P*, entre las distintas partes que lo forman. La ecuación del cambio, que se ha escrito anteriormente $MV = PT$, puede también expresarse de esta manera: $MV = p_1t_1 + p_2t_2 + p_3t_3 + \ldots p^nt^n$. En esta ecuación, t_1 es el volumen físico de comercio de algunas clases escogidas de artículos, servicios o valores, y p_1 es el nivel de precios de esta clase de cosas. t_2 es el volumen físico de comercio de una segunda clase de objetos, y p_2 el nivel de precios de la misma clase. Y así sucesivamente, hasta que *T* se haya dividido en tantas clases como se deseen, cada cual con su nivel de precios propio. Por este proceso, *P* se descompone en los índices menos generales de los que es un promedio. Por ejemplo, pueden construirse índices subsidiarios de precios para artículos de consumo produ-

[12] Para una apreciación excelente de la afirmación de que debería descartarse el método de transacciones de la teoría cuantitativa porque conduce al empleo de un nivel de precios que no es más que un "revoltijo", ver A. W. Marget, *The Theory of Prices*, Nueva York, 1938, vol. I, pp. 484-600.

cidos en la actualidad, artículos de producción actuales, salarios, rentas, existencias, etc. No puede ponerse en duda la utilidad de estos índices.

La Teoría Cuantitativa Aplicada al Volumen y al Nivel de Precios de la Producción Actual

Es conveniente ahora hacer notar brevemente otro aspecto de la teoría cuantitativa que es semejante en la forma, pero menos general en cuanto al contenido, al método de transacciones recién expuesto. Podremos llamarlo el método de ingresos de la teoría cuantitativa, porque se refiere principalmente a las relaciones que mantienen entre sí el dinero y el volumen y los precios de *artículos terminados de producción actual;* se ocupa del comercio y los precios de valores y artículos producidos anteriormente sólo en el grado en que éstos influyan en la producción presente. Quienes emplean este método afirman su superioridad basándose en que se ocupa de los precios más importantes del sistema económico —los precios de la producción actual terminada. Si éstos son lo suficientemente altos en relación con los costos, se llegará a la prosperidad; pero si son bajos en relación, tendrá lugar un estancamiento económico.

Presentaremos aquí esta forma de la teoría sólo esquemáticamente, en parte por su semejanza en forma y contenido al método de la teoría cuantitativa ya expuesta extensamente, y en parte porque los factores de que se ocupa se estudiarán con detalle en el Capítulo VI en relación con el método de ingresos y gastos.

No es más que una verdad evidente el que el valor de la producción actual de artículos terminados vendidos por dinero en todo período es igual al valor del dinero que se paga por esos artículos. Sin embargo, un análisis más detallado demuestra que la cantidad de los gastos monetarios en los artículos varía con la cantidad de dinero y el número de veces que cada unidad de ese dinero se gasta en los artículos en cuestión durante el período que se tome en cuenta. Y el valor de los artículos varía con el volumen material de los que se venden y con su precio medio por unidad. Puede expresarse esto en términos de una ecuación de cambio como $MX = Op$, o como $\frac{MX}{O} = p$. En esta ecuación, M es la cantidad media de dinero (efectivo y cuentas de cheques) en circulación durante el período. Es idéntica a la M anteriormente expuesta. X es el promedio de veces que se gasta cada unidad de M en los artículos terminados que se están produciendo durante el período. X es llamada con frecuencia la *velocidad-circuito del dinero*, y debe distinguirse de la velocidad-transacción (V) ya expuesta. Como se verá, X es siempre menor que V y no necesita variar en razón directa de ésta. O es la cantidad material de artículos terminados de producción actual vendidos por dinero durante el período. Se compone de dos clases generales de artículos: *1)* artículos de consumo, y *2)* artículos de producción. El precio medio por unidad de O vendida por dinero durante el período se indica por p.

Esta forma de la teoría, igual que la anterior, arroja

luz sólo si se analizan los factores que están tras la ecuación del cambio. Ya hemos expuesto el funcionamiento de *M* y los determinantes de su magnitud y fluctuaciones. *X*, la velocidad-circuito del dinero, requiere alguna explicación. No es lo mismo que *V;* es menor necesariamente, puesto que *V* incluye todos los gastos de *M* comprendidos en *X* y además todos los gastos de *M* en valores, artículos producidos en períodos anteriores y artículos vendidos entre las diferentes etapas del proceso de producción en camino a sus últimos compradores. Por lo común las variaciones de *V* y *X* muestran alguna semejanza; durante períodos en que los miembros de la comunidad tratan de aumentar sus "atesoramientos" de dinero, hay probabilidades de que bajen tanto *V* como *X;* del mismo modo que hay probabilidades de que ambas suban cuando los miembros de la comunidad intenten "desatesorar". Pero las variaciones de las dos no son en manera alguna perfectamente correlativas. Cambios en el ritmo de gastos en valores —especialmente en transacciones especulativas—, artículos ya producidos y artículos vendidos entre las etapas de la producción, pueden no estar acompañados de movimientos paralelos de *X*. De hecho, pueden tener lugar mayores gastos en todas estas cosas incluso a expensas de *X*, si la gente aplaza o abandona compras de artículos que se están produciendo con el fin de dedicar el dinero a otros tipos de transacciones. Una "desintegración vertical" de las empresas tiene probabilidades especiales de disminuir *X:* hay probabilidades de que el dinero "haga el circuito" con menos rapidez si las funciones de producir las ma-

terias primas, manufactura, ventas al por mayor y menudeo son llevadas a cabo por distintas unidades comerciales, que si todas o varias de esas funciones fuesen llevadas a cabo dentro de una sola unidad comercial.

Los determinantes de *O*, el volumen físico de la producción terminada actual vendida por dinero durante el período, fueron anotados en el Capítulo II.[13] *O* es afectada por cualquier cosa que tenga influencia sobre la capacidad de producción del sistema económico, la intensidad de uso de la capacidad de producción y la proporción de producción que se ofrece a la venta a cambio de dinero.

En espera de la exposición más detallada del Capítulo VI, será suficiente anotar ahora que los cambios en *p* son una resultante de los movimientos de *M, X* y *O*. Cuando *MX* sube más de prisa que *O, p* sube. Pero cuando *MX* baja más rápidamente o sube más despacio que *O, p* baja. Y pueden originarse cambios en uno o más de los factores.

[13] Cf. pp. 70-72

CAPITULO IV

TEORIA CUANTITATIVA: METODO DE SALDOS MONETARIOS

Introducción

El método de transacciones de la teoría cuantitativa descrito en los Capítulos II y III ha alcanzado su mayor aceptación en los Estados Unidos de América, aunque tuvo su origen fuera de ellos, y aún tiene allí muchos partidarios. En Europa, sin embargo, y particularmente en Inglaterra, muchos economistas prefieren utilizar el método de saldos monetarios de la teoría cuantitativa. Debe hacerse resaltar que no hay conflicto fundamental entre estos dos métodos. Señalados proponentes de cada uno han insistido en que tanto las teorías mismas como las ecuaciones por medio de las que se expresan son intercambiables. Las divergencias de opinión surgen sólo en cuanto a la relativa fecundidad de los dos métodos de análisis. Los partidarios del método de saldos monetarios reclaman superioridad para su método apoyándose en dos puntos: *1)* Se formula en términos de oferta y demanda, con lo cual se facilita la inclusión de la teoría monetaria dentro de la teoría general del valor. *2)* Relaciona más claramente el proceso de la determinación del valor del dinero con las valuaciones subjetivas individuales, que constituyen la fuerza generadora existente detrás de toda actividad económica.

Puntos Esenciales del Método de Saldos Monetarios o en Efectivo

Según este método de análisis, el valor del dinero depende de su oferta y de su demanda. El valor en cualquier momento se fija a un nivel que iguala la oferta y la demanda, y sus variaciones a través del tiempo surgen de los cambios ya en su oferta, ya en su demanda, o en ambas.[1] Si crece la oferta sin que haya un aumento equivalente en la demanda, o si la demanda disminuye sin una disminución equivalente en la oferta, el valor del dinero bajará: los precios aumentarán. Pero si la oferta disminuye sin una equivalente disminución en la demanda, o si la demanda aumenta sin un aumento correspondiente en la oferta, el valor del dinero aumentará: los precios bajarán. Estas nociones generales de la teoría general del valor representan sólo el croquis desnudo del método de saldos en efectivo. Para vestir a la teoría con ideas y hacerla útil para la explicación de fenómenos reales, es necesario analizar la naturaleza de la oferta y demanda de dinero y descubrir las determinantes de su funcionamiento.

La Oferta de Dinero

Como fué expuesta con alguna amplitud en los dos capítulos precedentes, la oferta de dinero puede pasarse aquí por alto. Es suficiente señalar que se compone de

[1] Los términos "oferta" y "demanda" se emplean aquí en el sentido de tablas de las diferentes sumas que se ofrecerán y se tomarán a ciertos valores.

todo el efectivo y cuentas de cheques en manos del público.[2]

La Demanda de Dinero

La demanda de dinero dentro de un area específica en un momento determinado es únicamente la suma de las demandas individuales de dinero. La tarea de explicar el funcionamiento de la demanda total viene a ser, por ello, la tarea de explicar porqué las demandas individuales funcionan como lo hacen. Cada persona o empresa tiende a ajustar la cantidad de su dinero disponible a aquel nivel que promete ofrecerle la mayor ventaja neta, considerando sus recursos, sus necesidades presentes y futuras y otras condiciones importantes. Cualquier persona sabe perfectamente los verdaderos inconvenientes que hay en permitir que el poder adquisitivo que mantiene en forma de dinero se reduzca demasiado: puede no llegar a cubrir sus deudas a tiempo; puede tener que dejar pasar una excelente ocasión de comprar artículos o valores; puede verse obligado a limitar sus compras a vendedores que le abran crédito, y con ello puede verse obligado a pagar precios más altos o a aceptar artículos de más baja calidad; o un gasto imprevisto o el hecho de no recibir cierta cantidad de dinero en ocasiones determinadas puede imposibilitarle de asegurar aún sus necesidades. La posesión de una gran reserva de poder adquisitivo en dinero ofrece ventajas incuestionables. Pero también supone sacrificios, porque, deshaciéndose de

2 Cf. especialmente pp. 53-60

algunas de sus existencias en dinero, una persona puede comprar un objeto de consumo que deje inmediatamente un rendimiento en forma de disfrute, o una inversión que produzca un ingreso en dinero. Comparando (de manera aproximada, por supuesto) las ventajas y desventajas de guardar más o menos dinero, cada persona o empresa determina la cantidad de dinero que necesita.

Es esencial señalar que lo que cada persona o compañía necesita mantener no es primariamente un número de unidades monetarias, sino más bien una cantidad de poder adquisitivo en forma de dinero. Decide tener suficiente poder adquisitivo para pagar aquellas cosas que compre durante cierto período de tiempo —una semana, un mes, dos meses, según el caso—. Es evidente que una vez que una persona ha determinado el total de poder adquisitivo que desea mantener en forma de dinero, el total de éste que debe mantener varía según la altura de los precios. Si los precios de las cosas sobre las que desea mantener poder adquisitivo son altos, deberá contar con más unidades monetarias que las que necesitaría si los precios fuesen bajos. Por ejemplo, si la comunidad decide reservarse en cualquier momento suficiente poder adquisitivo en dinero para comprar cien unidades de artículos, servicios y valores, deberá reservar $100 en dinero si el precio medio por unidad es de $1, ó $200 en dinero si el precio medio es de $2.

La demanda de dinero en un momento dado puede expresarse como el total de mercancías, servicios y valores que se hayan de comprar con dinero durante un

espacio determinado de tiempo. Varía, por ello *1)* con el volumen del comercio de artículos, servicios y valores por unidades de tiempo y *2)* con la extensión del período para cuyas transacciones se mantiene poder adquisitivo en forma de dinero. Es evidente que cuanto más grande sea el volumen de comercio que ha de realizarse con dinero, mayor será, probablemente, la demanda de éste. Una comunidad cuyo comercio es amplio es más probable que insista en reservarse un mayor volumen de poder adquisitivo en dinero que una comunidad cuyo comercio es más pequeño.[3] Pero la demanda de dinero no depende únicamente del volumen del comercio, depende también de la extensión del período sobre cuyo comercio la comunidad decide reservarse poder adquisitivo en dinero. Con un volumen material dado de comercio, la demanda es mayor si la comunidad decide mantener dinero suficiente para cubrir sus compras durante dos meses que si la comunidad eligiera mantener sólo dinero suficiente para cubrir sus compras de un mes. La extensión de este período puede expresarse en términos de fracción de año. Si el período es un mes, la fracción es de $1/12$; si es dos meses, la fracción es $1/6$. Expresaremos esta fracción en lo sucesivo con un símobolo K.

K está sin duda muy íntimamente relacionada con la velocidad de la circulación del dinero. Es, de hecho, la recíproca de V, de modo que $K = 1/V$ y $V = 1/K$. Si, por ejemplo, la comunidad demanda un total de dinero igual a sus gastos durante dos meses,

[3] Los determinantes de T se exponen en las pp. 70-75

$K = 1/6$, y los gastos totales equivalen a seis veces la oferta de dinero cada año; V es igual a seis por año.[4]

Siendo, pues, K y V recíprocas y en realidad la misma cosa considerada desde diferentes puntos de vista, están determinadas por los mismos factores. Esto fué expuesto con algún detalle en el Capítulo II,[5] y basta con apuntarlo aquí.

Los miembros de la comunidad tratan de ajustar sus existencias de dinero a aquel nivel que con relación a sus gastos prometa ofrecer el máximo beneficio neto, pero la cuantía de este nivel más ventajoso depende de muchas circunstancias inmediatas. K será menor si: *1)* el sistema financiero y de crédito está altamente desarrollado y utilizado con amplitud, de modo que los préstamos puedan hacerse y asegurarse rápidamente y las inversiones puedan liquidarse sin dilación y a pequeño costo; bajo tales condiciones la gente tenderá a poseer inversiones antes que dinero como portador de valor; *2)* el sistema de pagos en uso es tal que los ingresos son frecuentes y regulares, y las fechas de cobros y desembolsos están íntimamente coordinadas; y *3)* los miembros de la comunidad preven que sus ingresos aumentarán regularmente y en crecientes cantidades y que los precios de las mercancías, servicios y valores tienen probabilidades de aumentar. K será mayor, sin embargo, si: *1)* el sistema financiero y de crédito está poco desarro-

[4] Cf. D. H. ROBERTSON, *Moneda*, Fondo de Cultura Económica, 1938. Apéndices; A. W. MARGET, *The Theory of Prices*, Nueva York, 1938, vol. I, pp. 415-420.

[5] Cf. particularmente pp. 60-69.

llado, de manera que los préstamos sólo pueden hacerse y asegurarse con considerable dificultad y gasto y las inversiones solamente pueden liquidarse despacio y con pérdida: *2)* el sistema de pagos en uso es tal que los ingresos son poco frecuentes e irregulares en su volumen, y los cobros y desembolsos están escasamente coordinados; *3)* los miembros de la comunidad temen que sus rentas lleguen a ser irregulares y disminuyan en cuantía, y que los precios de las mercancías, servicios y valores, bajen.

Cuando, tras de considerar todas las condiciones principales, existentes y previstas, los miembros de la comunidad fijan la cuantía de poder adquisitivo que necesitan mantener en forma de dinero, determinan en consecuencia el poder adquisitivo total de la oferta de dinero. Si, por ejemplo, la comunidad decide mantener dinero suficiente para pagar aquellas cosas que espera comprar durante una sexta parte del año próximo, el poder adquisitivo total de la oferta de dinero será exactamente lo necesario para obtener esas cosas. Esta igualdad se alcanza por medio de un ajuste apropiado de los precios.

Para cualquier serie de condiciones de la oferta y la demanda de dinero, no hay más que un nivel apropiado de precios. Si los precios están por encima de este nivel, el poder adquisitivo total de la oferta de dinero es menor que el volumen pedido por la comunidad, de modo que a fin de cuentas la gente encuentra que sus existencias de dinero son deficientes. Por ello tiende a aumentar sus reservas monetarias, y lo hace por uno de estos dos medios, o por los dos: *1)* disminuyendo sus gastos, y *2)* ofre-

ciendo a la venta más mercancías y servicios. Lo cual continúa hasta que los precios han bajado lo suficiente para levantar el poder adquisitivo de la oferta de dinero al nivel deseado. Pero si, por otra parte, los precios están por bajo del nivel apropiado, el poder adquisitivo de la oferta de dinero excede al volumen demandado por la comunidad, de modo que a fin de cuentas la gente considera que sus existencias de dinero son excesivas. Tienden, por lo tanto, a nivelar sus saldos, bien aumentando sus gastos, bien retirando del mercado algunas mercancías y servicios que de otra manera se ofrecerían a la venta. Esto continúa hasta que los precios han aumentado lo suficiente para hacer bajar el poder adquisitivo de la oferta de dinero al nivel deseado.

Puesto que la demanda de dinero determina el poder adquisitivo total de la oferta de dinero, por grande o pequeña que esta oferta sea, se deduce que *con una demanda determinada,* el poder adquisitivo de cada unidad de dinero varía en razón inversa, y el nivel de precios en razón directa, de la cantidad de dinero. Supongamos, por ejemplo, que la comunidad necesita mantener en forma de dinero poder adquisitivo sobre 100 mil unidades de mercancías, servicios y valores. Si la oferta de dinero es de $100 mil, el precio medio por unidad de cosas compradas será de $1; si la oferta de dinero es de $500 mil, el precio medio de las cosas compradas será de $5. Pero debe subrayarse que esta proporcionalidad entre la oferta de dinero y el nivel de los precios se mantiene solamente si la demanda de dinero es constante, y, salvo du-

rante las más extremas inflaciones, la demanda de dinero es tan completamente variable como su oferta.

La Ecuación de Saldos Monetarios

Los partidarios del método de saldos monetarios, como los defensores del método de transacciones de la teoría cuantitativa, emplean una ecuación algebraica para facilitar la exposición de su análisis. Esta ecuación tiene algunas variantes, entre las cuales la siguiente parece ser la más útil:[6]

$M = KTP.$

M = La oferta de dinero.

T = El volumen del comercio a realizar con dinero durante el año.

K = La duración del período (expresado como fracción de año) sobre cuyas transacciones se mantiene el poder adquisitivo en forma de dinero.

P = El nivel de precios de las cosas incluídas en T.

Esta ecuación establece una evidencia: que el valor de la oferta de dinero (M) es igual al valor de aquellas cosas sobre las cuales se mantiene poder adquisitivo en forma de dinero (KTP). KT es el volumen material de las cosas sobre las que se mantiene el poder adquisitivo en forma de dinero, y P es el precio de cada unidad de dichas cosas. P puede variar a consecuencia de cambios en uno o más de los factores M, K y T. En otras palabras, P puede ser alterado por un cambio en la oferta

[6] Cf. D. H. Robertson, *Moneda*, edición española del Fondo de Cultura Económica, México, 1938. Apéndices.

de dinero *(M)*, o por un cambio en la demanda de poder adquisitivo en forma de dinero, que varía con T y K.

Es interesante señalar que la ecuación de los saldos monetarios puede convertirse fácilmente en la forma de ecuación usada en los Capítulos II y III al presentar el método de transacciones de la teoría cuantitativa. Puesto que $K = 1/V$, la ecuación $M = KTP$ puede escribirse $M = 1/VTP$, o $MV = TP$, que es la fórmula empleada por el método de transacciones de la teoría cuantitativa.

Cambios en la Oferta de Dinero y sus Efectos sobre los Precios

Cuando la oferta de dinero aumenta, la comunidad está en posesión de saldos monetarios mayores y también, hasta que los precios hayan subido correlativamente, de mayores saldos de poder adquisitivo en forma de dinero.[7] Si el aumento en la oferta no va acompañado de un correspondiente aumento en la demanda de dinero —y no hay razón para esperar que así sea—, los poseedores del dinero nuevo se encuentran con que sus saldos son mayores de lo que necesitan, con relación a sus gastos, y los poseedores de dinero "superfluo" están dispuestos a cambiarlo por bienes económicos. A este fin aumentan su demanda y sus gastos en mercancías de su elección —bienes de producción, bienes de consumo o valores, según el caso—. Y la resultante alza de precios no se circuns-

[7] Este párrafo se basa en L. von MISES, *The Theory of Money and Credit*, Nueva York, 1935, p. 139. Hay traducción española.

cribe a las cosas solicitadas por los primeros poseedores del nuevo dinero. Como el dinero adicional pasa a manos de los vendedores de artículos, ellos, a su vez, consideran que sus saldos son excesivos y aumentan sus gastos. Esto se repite hasta que muchos, si no todos los precios han sido afectados, y la oferta y la demanda de dinero se equilibran otra vez. Si la demanda permanece inalterada el alza de precios será proporcional al cambio en la oferta. Pero durante un período de reajuste, es casi seguro que la demanda de dinero esté sujeta a cambios. Cuánto y en qué sentido ha de cambiar varía en cada caso, porque depende de dos corrientes de influencias, una tendiente a aumentarla y la otra a disminuirla.

La presión hacia una mayor demanda de dinero emana de la subida de *T* inducida por el aumento de gastos.[8] La presión hacia una menor demanda es atribuible a la disminución de *K*. A medida que la comunidad se encuentra más y más segura y espera un alza en los precios, tiende a acortar el período sobre cuyas compras mantendrá poder adquisitivo en forma de dinero. Si se espera que el aumento en los precios sea repentino, la demanda puede descender a niveles muy bajos. Cuando la inflación alemana llegó a su cúspide, escasamente había un detallista o un obrero que tuviera dinero suficiente para cubrir sus necesidades por más de dos o tres días.[9] Casi cualquier mercancía, por insegura que fuese, era mejor portador de valor que el dinero.

[8] Cf. pp. 84-85.

[9] Cf. Constantino Bresciani-Turroni, *The Economics of Inflation*, Londres, 1937, p. 166.

En qué forma una subida en la oferta de dinero afectará la demanda durante el período de reajuste depende, por lo tanto, de las relativas reacciones de T y K; si T sube más de lo que baje K, la demanda aumentará, pero si T sube menos de lo que baje K, la demanda disminuirá. Tanto lo uno como lo otro es posible, y pueden suceder ambas cosas en diferentes etapas de la misma expansión, especialmente si la expansión se origina en condiciones de fuerte desocupación. Al principio, T puede subir con bastante rapidez, mientras K baja casi imperceptiblemente, debido a la falta de temor frente al alza de los precios. Pero más tarde, al acercarse la producción a su capacidad máxima, T puede subir poco, mientras K puede descender a niveles muy bajos.[10] Esto ayuda a explicar porqué los precios suben despacio al principio cuando la oferta de dinero aumenta y después trepan a pasos acelerados.

El análisis anterior se aplica al período de transición. A la larga, tras de haberse completado todos los ajustes, el efecto de un aumento en la oferta de dinero ocasionará que los precios sean proporcionalmente más altos —aproximadamente— que lo que hubieran sido de no haber surgido la expansión de dinero. Esto es porque a la larga la demanda de dinero está determinada ampliamente, aunque no por entero, por factores independientes de la oferta de dinero.

Los efectos de un descenso en la oferta de dinero son

[10] En las últimas etapas de una extrema inflación, como aquella de Alemania, los negocios pueden llegar a un estado tan caótico que T en realidad descienda mientras K continúa bajando.

por lo general el reverso de estos que acabamos de describir. Cuando la oferta disminuye la comunidad tiene saldos monetarios más pequeños y también, hasta que los precios han bajado lo suficiente, menores saldos de poder adquisitivo en forma de dinero. Si el descenso en la oferta no está contrarrestado por un descenso correspondiente en la demanda, aquellos cuyos saldos disminuyen ven que sus existencias de dinero son peligrosamente bajas, y se sienten deseosos de completarlas. Procuran hacerlo bien disminuyendo su demanda y gastos en mercancías, servicios y valores, bien poniendo estas cosas a la venta en términos más atractivos. Esto tiende a bajar los precios de aquellas cosas para las que han decrecido los gastos o cuya oferta ha aumentado. La baja de los precios no se limita a estas cosas, sin embargo, porque a medida que aquellos cuyos saldos disminuyeron en un principio se resarcen a expensas de otros miembros de la comunidad, aumenta la tendencia a valorar más el dinero y menos las mercancías. Esto continúa hasta que el valor del dinero ha subido lo suficiente para restablecer el equilibrio entre la demanda y la oferta de dinero. Si la demanda permanece fija, la baja de los precios ha de ser proporcional a la disminución en la oferta.

Pero durante el período de reajuste la demanda está casi sin remedio sujeta a desplazamientos, aunque a causa de las fuerzas opuestas la extensión y la dirección del desplazamiento varía en cada caso. El descenso de *T* que acompaña la disminución en los gastos tiende a reducir la demanda de dinero. Pero la subida de *K,* debido al au-

mento de pesimismo con respecto al volumen de empleo, ingresos y precios, tiende en dirección opuesta.

Es posible, desde luego, que baje *T* más de lo que suba *K*, de modo que el descenso de la oferta de dinero ocasione alguna reducción en su demanda, y que los precios por ello bajen menos que en proporción a la disminución en la oferta de dinero. Más a menudo, sin embargo, *K* aumenta más de lo que disminuye *T*, de modo que la demanda es mayor y los precios bajan más que proporcionalmente a la disminución en la oferta.

Esta exposición se aplica al período de transición. A la larga, una vez completos todos los reajustes, el efecto de una reducción en la oferta de dinero es el de hacer que los precios queden proporcionalmente más bajos —más o menos— de lo que hubieran quedado si no se hubiera permitido la disminución en la oferta de dinero.

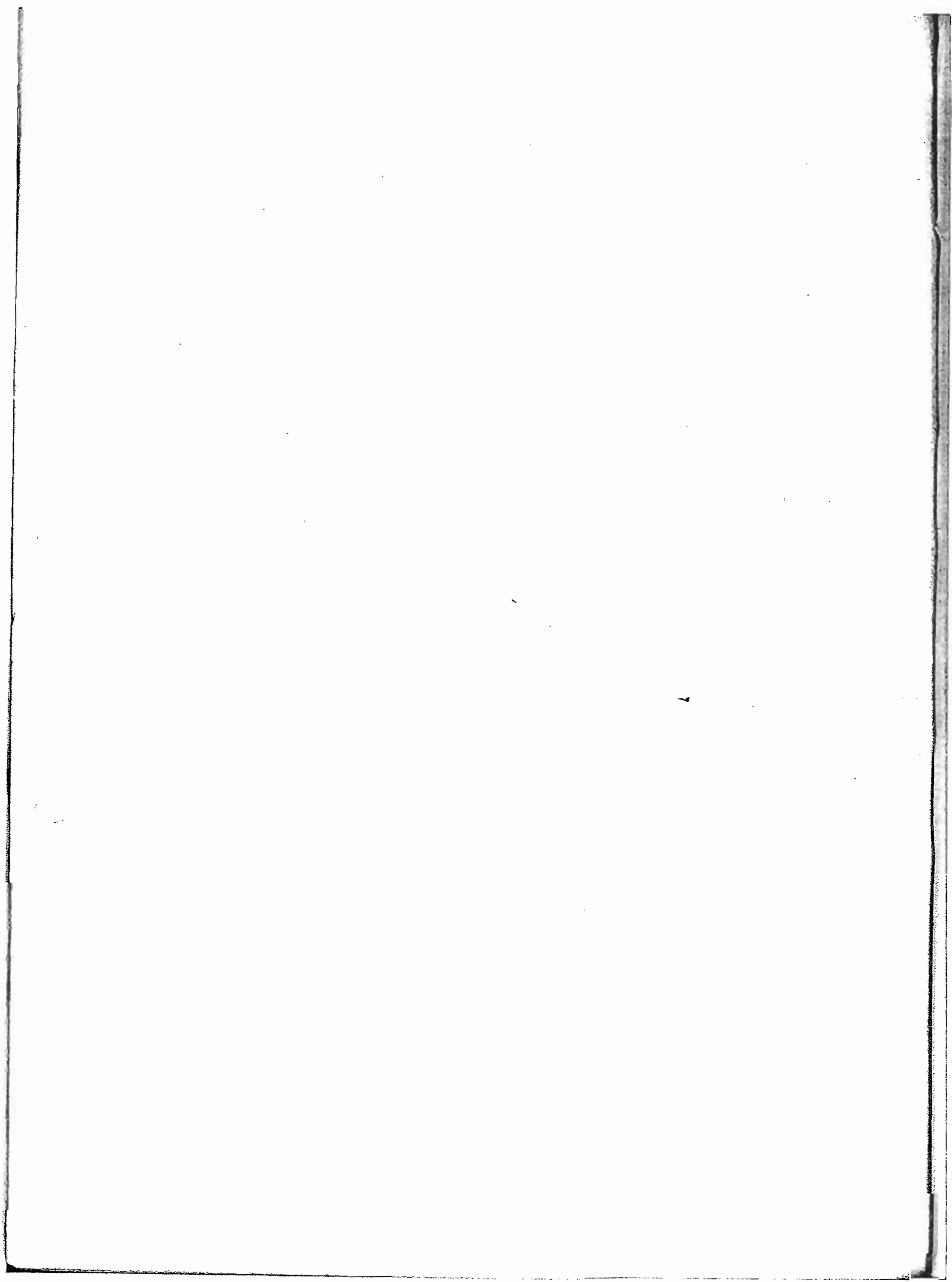
Cambios en la Demanda de Dinero

Las variaciones del nivel de precios también pueden originarse por desplazamientos en la demanda de dinero —en el sentido de desplazamientos en la totalidad de las condiciones de demanda— resultantes de cambios en *T* o en *K*, o en ambos.

Si la comunidad aminora su demanda de dinero, ya sea por una disminución en el comercio o porque los cambios en las condiciones existentes o previstas aconsejan mantener menos dinero como portador de valor, y si la oferta de dinero no se disminuye correlativamente, aquellos cuya demanda ha declinado entrarán al mer-

cado con dinero sobrante y aumentarán los gastos. O en algunos casos pueden hacer bajar sus saldos monetarios reduciendo la cantidad de artículos, servicios y valores que ofrecen a la venta por dinero. Este aumento de gastos y disminución en la oferta de cosas ofrecidas a la venta sirve para levantar los precios, y el alza de éstos continúa hasta que el poder adquisitivo total de la oferta de dinero ha descendido al nivel que exige la comunidad. Es importante anotar que una subida de precios iniciada por un descenso en la demanda de dinero puede llegar a ser acumulativa, tanto porque una subida original en los precios puede dar lugar a que se prevean subsiguientes subidas, y con ello hacer bajar aún más la demanda de dinero, como porque la subida de precios tiende a producir un aumento en el crédito bancario.

Los efectos de una mayor demanda de dinero debida a aumentos ya en T, ya en K, o en ambas, son aproximadamente el reverso de lo que acabamos de describir. A falta una expansión neutralizadora en la oferta de dinero, los miembros de la comunidad que han aumentado su demanda sólo pueden conseguir sus saldos disminuyendo sus gastos u ofreciendo más cosas en venta. Esto hace bajar los precios y continúa haciéndolos bajar hasta que el valor total de la oferta de dinero ha sido elevado al nivel necesario. Existe el peligro de que la baja de precios así originada puede llegar a ser acumulativa, porque puede hacer prever otras bajas futuras y aumentar con ello más todavía la demanda de dinero, tendiendo así hacia una reducción del crédito bancario.



CAPITULO V

TEORIAS DEL DINERO COMO MERCANCIA

Introducción

Las teorías que consideran el dinero como mercancía son por lo menos tan antiguas como las cuantitativas y han tomado formas aún más variadas. Su elemento común es una tendencia a considerar el dinero simplemente como una cantidad determinada de la mercancía de que se compone y pretender explicar su valor por medio de un análisis de los factores que determinan la oferta y la demanda de esta mercancía. Es evidente la semejanza entre este tipo de teoría y el método de saldos monetarios de la teoría cuantitativa expuesto en el capítulo anterior; ambas se expresan en los términos ya conocidos de oferta y demanda. Hay, sin embargo, una diferencia muy significativa entre ellas. Mientras el método de saldos monetarios se ocupa de la oferta y la demanda de *todos los tipos de dinero,* la teoría de la mercancía centra su análisis en la oferta y la demanda de *la mercancía de que está formado el dinero patrón,* considerándose otros tipos de dinero sólo como un factor que influye en la cuantía de la demanda y oferta del dinero patrón. Algunas variantes de esta teoría son valederas y muy útiles para el análisis de los problemas monetarios, particularmente los relativos a la produc-

ción de oro y sus relaciones con el nivel de precios. Otras son menos útiles, y algunas realmente erróneas. Este capítulo estará dedicado a lo que el autor considera como la mejor y más práctica variante, y se referirá a las otras sólo incidentalmente.

El Valor del Dinero Oro

La teoría-mercancía del valor del dinero se aplica sobre todo al caso en que el patrón monetario de un país es metálico, ya sea oro, plata o algún otro metal. La exposición que sigue se refiere a un patrón oro, pero los principios generales expuestos pueden aplicarse igualmente si se usa otro metal.[1] El caso del papel moneda inconvertible será considerado más tarde.

Para establecer y mantener un patrón totalmente oro, un país debe hacer estas cosas: *1)* Definir su patrón o unidad monetaria base en términos de oro. Puede hacer esto estableciendo el número de granos de oro puro que contiene la unidad monetaria o fijando un precio oficial de compra del oro. Aunque parezcan ser distintos a primera vista, los dos procesos son en realidad el mismo. Por ejemplo, cuando el contenido de oro puro del dólar se fijó en 13,71 granos, el precio del oro se fijó automáticamente en Dls. 35 la onza, ya que una onza (480 granos) es divisible en 35 partes de 13,71 granos cada una. Y al fijar el precio oficial del oro en Dls. 35 la onza, se da automáticamente a cada dólar un

[1] El análisis se aplica igualmente, aunque con ciertas modificaciones, a un patrón bimetálico.

contenido de oro de 1/35 de onza, o sea 13,71 granos. *2)* La autoridad monetaria debe comprar al mismo precio fijo todo el dinero que le sea ofrecido. *3)* La autoridad monetaria debe vender oro al mismo precio establecido en cantidades ilimitadas. *4)* Todos los otros tipos de dinero del país deben ser mantenidos a la par con el patrón monetario. Esto se efectúa corrientemente permitiendo una libre interconvertibilidad de todos los tipos de dinero. Y *5)* debe permitirse la libre importación y exportación del oro.

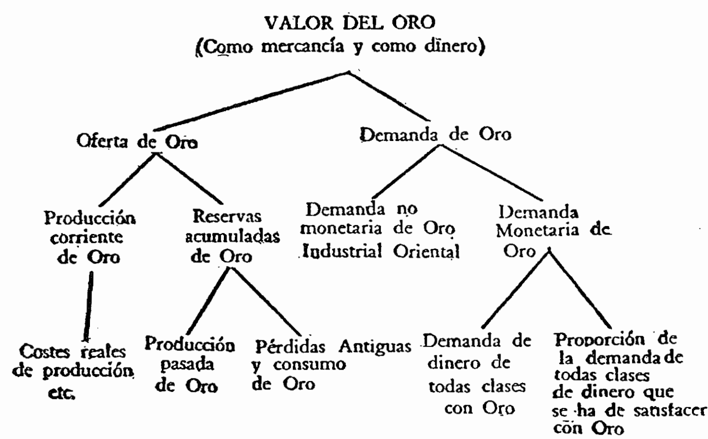
En tanto que la autoridad monetaria del país mantenga el patrón oro comprándolo y vendiéndolo libremente a un precio fijo, el oro tendrá el mismo valor, igual en su empleo monetario que en su empleo como mercancía. Ningún vendedor ofrecerá oro en el mercado por menos que el precio ofrecido por la autoridad monetaria, y ningún comprador pagará más que el precio al que la autoridad está dispuesta a vender.[2] Cuando el patrón monetario es oro, el dinero es de cuerpo entero; su valor como dinero y su valor como mercancía son necesariamente iguales. Aun bajo un patrón oro, sin embargo, las monedas de oro completo constituyen todo lo más una pequeña parte del dinero que realmente circula. La mayoría, si no todos, de los medios en circulación se compone de depósitos a la vista, papel moneda y monedas de otros metales. Estos están por lo

[2] Esto no es estrictamente cierto para los Estados Unidos, porque el Tesoro impone un pequeño señoreaje de modo que el precio de compra está ligeramente por debajo y el precio de venta algo por encima de Dls. 35 la onza.

general muy lejos de ser de cuerpo entero; su valor como mercancía es mucho menor que su valor como dinero. El valor mercancía de la plata en un dólar de plata no ha llegado al dólar en veinte años; y el valor como mercancía del papel, tinta y trabajo incluídos en un billete de mil dólares es, cuando mucho, unos centavos. A pesar del escaso valor de su contenido de mercancía, sin embargo, estos tipos de dinero circulan en paridad con el oro, debido lo mismo a la limitación de su cantidad que al hecho de que la autoridad monetaria mantiene la libre conversión entre ellos y el oro. Así, bajo el patrón oro, cada unidad de estos tipos de dinero posee un valor igual, no al valor de su mismo contenido de mercancía, sino al del oro en que puede ser convertido.

Los partidarios de la teoría-mercancía mantienen que puesto que el valor de la unidad monetaria bajo el patrón oro es igual al de una cantidad fija de una mercancía —oro—, está regido por los mismos factores que rigen el valor de cualquier otra mercancía, y está mejor explicado, por lo tanto, por la teoría general del valor económico. Antes de emplear este análisis para explicar el valor del oro, es necesario que revisemos por un momento la significación de "valor". Como se mostró al principio, la valía de todo objeto económico es su capacidad para comprar otros artículos en cambio. En una economía de trueque, el valor de un artículo en términos de otros artículos puede observarse directamente en el mercado. En una economía mone-

taria, se determina comparando el precio del artículo con los precios de las otras cosas por las que puede cambiarse. Y se altera con cada cambio en su precio relativamente a otros precios, bien porque el cambio de su posición relativa resulte de un cambio en su propio



precio, o en otros precios, o de cambios no proporcionales en ambos. La expresión "el valor del oro" se usa en el sentido que acabamos de señalar —la capacidad del oro para comprar otros artículos en cambio— y varía con cada cambio en la posición relativa de los precios del oro y las otras cosas. Hemos visto, sin embargo, que mientras un país mantenga su patrón oro fijo, el precio de éste debe permanecer estabilizado en el nivel fijado por la autoridad monetaria; así el valor del oro puede hacerse bajar sólo por un aumento en los precios de otras mercancías y puede subir sólo por una baja en estos precios. Los resultados de los

cambios en el precio del oro determinados por la autoridad monetaria serán expuestos más tarde.

La Oferta de Oro

Es un lugar común que el valor de toda mercancía depende en cierto grado de su oferta, utilizándose el término "oferta" para significar una lista de las diferentes cantidades que pueden obtenerse a ciertos valores dados. La oferta de oro se compone de dos partes: *1)* de la producción actual, y *2)* de las reservas acumuladas. Ambas se expondrán sucesivamente.

La producción de oro: su elasticidad.—Bajo una serie dada de condiciones relativas a las dificultades técnicas de la extracción y beneficio del oro, la producción actual de oro varía con su valor. La obtención del oro es una industria de coste creciente; aun cuando algunos yacimientos son tan ricos y están tan favorablemente situados que la extracción del oro se efectúa a un coste real relativamente bajo, la producción sólo puede ser acelerada con la explotación de yacimientos cada vez más pobres y peor situados. Esto supone cada vez un mayor coste real por unidad adicional de producción total, y desde el momento que los productores tienden a aumentar su producción hasta el punto en que los costes adicionales de producción sean iguales a los ingresos adicionales, es evidente que bajo una serie dada de condiciones técnicas relativas a la dificultad de extraer oro, la producción será mayor si el valor del oro es más alto (por ejemplo, si el nivel

de precios es bajo) de lo que sería si el valor fuera más bajo (es decir si el nivel de precios fuese más alto). Muchos economistas han señalado que esta disposición de la producción de oro a cambiar en su valor tiende a disminuir los efectos que ejercen sobre el valor los cambios en su demanda. La producción de oro tiende a decrecer cuando el nivel de precios se eleva por una reducida demanda de oro, y a aumentar cuando el nivel de precios baja por un aumento en la demanda. Por débil que sea esta tendencia, no es difícil de comprender la razón de su existencia. Hemos visto que en tanto que el contenido de oro de la unidad monetaria permanece inalterable, el precio del oro debe permanecer constante. Pero el coste monetario de la extracción y beneficio del oro —compuesto como está por los costes de trabajo, maquinaria, explosivos, refinadores, productos químicos, combustible y otras cosas—, fluctúa con los precios generales. Por lo tanto, en un período de alza de precios, el coste monetario de la producción de oro sube con relación al precio fijado del oro, y con ello tiende a dejar fuera de producción las minas de coste más elevado y a veces la parte de producción de más elevado coste dentro de una mina. Este descenso de la producción total durante un período de alza de precios, ocasionado por una disminución en la demanda de oro, tiende a retardar la subida de los precios restringiendo los incrementos a la reserva de oro. Lo que ocurre durante un período de descenso de precios producido por un aumento en la demanda de oro es más o menos lo contrario. Al bajar

los precios, bajan los costes monetarios de la producción de oro, lo que tiende a hacer costeable la explotación de yacimientos que no eran antes remunerativos. El aumento resultante en la producción tiende a ensanchar la base monetaria más rápidamente y a retrasar la baja de los precios. Por desgracia, sin embargo, el efecto estabilizador ejercido por la elasticidad de la producción es demasiado débil en períodos cortos para ser de mucha utilidad y compensar los cambios en la demanda de oro. Las razones de esto se verán más tarde.

Cambios en la producción de oro.—Aunque en determinadas condiciones de coste real de la extracción y beneficio del oro la elasticidad de la producción tiende en cierto grado a retardar y limitar las fluctuaciones en el nivel de los precios ocasionadas por alteraciones en la demanda, es evidente que pueden ocurrir alteraciones en las condiciones de oferta del oro recién obtenido y pueden tender a originar cambios en el valor del oro. Cualquier causa que disminuya la cantidad de trabajo y capital necesarios para obtener una unidad de oro modificará las condiciones de oferta del oro nuevo y con ello tenderá a bajar su valor. Algunos de los fenómenos más importantes que pueden ejercer este tipo de influencia son: *1)* descubrimientos de nuevos y ricos yacimientos, tales como los hallados en California y en Australia hacia 1850 y en Africa del Sur, Alaska y la cuenca del Klondike en 1889 y los años siguientes; *2)* invenciones y adelantos que rebajen el coste real de la extracción del oro y su transporte al mercado. (Aquí quedan incluídos el desarrollo de la minería hidráulica, la invención de maqui-

naria más eficaz para excavar, extraer y efectuar otros procesos mecánicos relacionados con la minería, y el abaratamiento del transporte tanto del oro como de la maquinaria y útiles de minería. Una interesante innovación reciente en cuestión de transporte es la utilización de aeroplanos para llevar hombres y equipos a regiones antes inaccesibles y traer de ellas el oro) y *3)* perfeccionamiento de procedimientos de refinación más económicos, tales como los basados en el empleo de cloro o cianuro de potasio. Estos adelantos que hacen bajar el coste real de la producción de oro, tienden a aumentar la producción total y a rebajar el valor del oro.

Recíprocamente, todo lo que haga aumentar el coste real de la producción del oro tiende a disminuir la producción total y a elevar su valor. Lo más corriente es el agotamiento de los yacimientos más lucrativos antes que se descubran otros nuevos de riqueza comparable y sean puestos en explotación.

El coste de producción y el valor del oro.—Es evidente, pues, que la producción total de oro está afectada por el coste de producción de este metal. Pero ¿hasta qué punto tiene fundamento la creencia de algunos de que el valor del oro está determinado por su coste de producción? Esta pregunta será mejor contestada si se consideran otras dos menos amplias. La primera es "¿Qué grado de relación existe entre la producción actual de oro y el coste de la misma?" Hemos visto que las alteraciones en los costes tienden a ocasionar alteraciones en la producción, pero la totalidad de los efectos se percibe solamente después de algún tiempo, que a veces es muy largo. Una dismi-

nución en el coste de producción del oro puede no acarrear un aumento considerable en la producción de oro durante varios años. La mayoría de las explotaciones auríferas son ahora negocios en gran escala que implican larga preparación y gran inversión en capital fijo que, una vez instalado, puede utilizarse durante mucho tiempo. En consecuencia, puede no ser provechoso abrir nuevas vetas a causa de una disminución de los costes, a no ser que se espere que éstos continúen bajos durante un período considerable. Y aun cuando se ha decidido abrir nuevas minas, hay en muchos casos un intervalo como de cinco a ocho años entre los primeros preparativos y la venta del primer oro que se obtiene.[3] De manera semejante, un aumento en los costes de producción de oro ejerce todo su efecto restrictivo sobre la producción total sólo después de un largo intervalo, porque las minas a menudo continúan en explotación hasta que se agotan las vetas descubiertas o hasta que la mayor parte del capital fijo se gasta, no obstante el hecho de que rinden menos que el interés normal sobre la inversión primitiva. Por estas razones, la producción puede no tener relación alguna con los costes de producción del oro durante largo tiempo, durante el cual las compañías mineras disfrutan de beneficios o sufren pérdidas que no preveían.

La segunda pregunta a considerar es "¿Cuán estrechamente relacionada está la oferta total de oro con el

[3] L. D. EDIE, *Money, Bank Credit, and Prices,* Nueva York, 1928, p. 241.

coste corriente de la producción del mismo?" La relación es muy remota, y ello por dos razones principales. Acabamos de dar la primera —la lentitud con que la producción de oro se ajusta a cambios en los costes de producción—. Más importante, sin embargo, para separar la oferta de oro y su coste corriente de producción es el grado en que la oferta esté compuesta de reservas del pasado. Debido a que el oro no es perecedero y a su tratamiento técnico como dinero —como dinero puede usarse de continuo sin sufrir más que un pequeño desgaste material— una gran parte de la producción de oro de los siglos anteriores cubre las necesidades del presente. En 1939 la reserva monetaria de oro del mundo era de unos Dls. 24,500 millones de oro, y aún había una cantidad grande aunque no determinada en tesoros orientales y en artículos de oro. Pero aunque la producción de 1939 fué la más grande que se haya registrado para un solo año, fué solamente de unos Dls. 1,400 millones, o sea menos del seis por ciento de la reserva existente de oro monetario. Durante varias décadas antes de la gran depresión de 1930, la producción anual de oro alcanzaba del 2 al 4 por ciento de las reservas acumuladas de oro monetario. Debido a la pequeña proporción que guarda la producción de oro con las reservas, la oferta de oro actúa de modo muy diferente que la oferta de la mayoría de los otros tipos de artículos, y sobre todo de los artículos no duraderos. Mientras que, duplicándose o reduciéndose a la mitad, la producción corriente de carbón o algodón ocasiona normalmente un cambio más o menos proporcional en

la cantidad total existente de esas mercancías, un cambio porcentual aún mayor en la producción de oro apenas si afectaría las reservas totales existentes de oro en períodos cortos. Del mismo modo que otros objetos de gran duración —tales como los edificios de fábricas y los ferrocarriles—, pero en mayor grado, la oferta de oro es relativamente poco elástica en períodos largos.

Lo remoto de esta relación entre la oferta de oro y el coste corriente de producción es razón suficiente para rechazar por inadecuada y errónea la teoría de que el valor del oro depende de su coste de producción, sobre todo cuando se aplica a períodos cortos. No obstante, la teoría había de seguir siendo rechazada por inadecuada e incompleta aun cuando la oferta de oro sí dependiera del coste corriente de producción, porque no señalaría un valor determinado para el oro. Como vimos antes, nunca existe un coste de producción de oro, sino una serie de costes que refleja la naturaleza del coste creciente de la industria minera aurífera. Si en cualquier momento dado el coste de extracción y beneficio del oro fluctúa continuamente desde un dólar hasta cientos de dólares la onza ¿cómo podría decirse que el valor del oro está determinado por el coste de su producción? Lo mismo que en el caso de cualquier bien económico, es sólo en el margen —si en algún lado— donde el valor y el coste de producción tienden a igualarse, y la posición del margen varía con la magnitud de la demanda.[4] Por consiguiente, en cualquier expli-

[4] Knut WICKSELL, *Interest and Prices*, Nueva York, 1936, p. 36. Una nueva objeción a la teoría del coste de producción del valor del

cación adecuada del valor del oro debe ser considerada su demanda.

Antes de pasar a examinar la demanda de oro, sin embargo, puede sernos útil resumir nuestras apreciaciones relativas a la oferta y al valor del oro. *1)* La oferta —en el sentido de tabla de oferta— está constituída por la producción actual de oro y por las reservas del producido en el pasado; y el segundo componente es, con gran diferencia, el mayor. *2)* La oferta es muy inelástica durante períodos cortos, en parte por la lenta capacidad de la producción total de oro para ajustarse a cambios en sus costes de producción, y en parte por la importancia cuantitativa de las reservas acumuladas de oro. *3)* Aunque los aumentos y disminuciones en el valor del oro ocasionados por cambios en su demanda tienden a retrasarse y a limitarse hasta cierto punto por los aumentos y disminuciones en la producción de oro, los efectos estabilizadores ejercidos de esta manera son siempre débiles, salvo en períodos largos, debido a la inelasticidad de la oferta anotada en el apartado 2; y *4)* la teoría de que el valor del dinero depende del coste de producción del oro puede considerarse inadecuada e incompleta, si bien llama la atención sobre una serie de factores de influencia.

La Demanda de Oro

Una variante de la teoría-mercancía debe ser rechazada de plano. Es el argumento de que el valor del

oro surge del hecho de que mucho oro se produce conjuntamente con otros metales —tales como plomo, zinc, cobre y plata—, de manera que resulta imposible distribuir con exactitud el coste total.

oro como dinero está determinado por su valor como mercancía para usos no monetarios; que primeramente este valor para usos que no sean los monetarios queda determinado por la oferta de oro y la demanda en esos usos no monetarios, y que luego el valor resultante como mercancía se le impone como dinero. Este argumento no es más verdadero que la afirmación contraria de que el valor del oro como dinero determina su valor como mercancía para usos no monetarios; en realidad, la segunda pretensión está más cerca de la verdad, porque la demanda monetaria es mucho mayor que la demanda no monetaria; y el oro tendría seguramente un valor mucho más bajo si no fuera solicitado para propósitos monetarios. Ninguna de estas dos posiciones extremas es mantenible, sin embargo. El valor del oro en todos sus usos está determinado simultáneamente por su oferta total y su demanda total, y la última está compuesta igualmente por las demandas para usos monetarios y no monetarios. Cualquier análisis que omita uno de estos dos tipos de demanda es incompleto.

La demanda no monetaria de oro.—Desde tiempos primitivos la demanda no monetaria de oro ha sido suficiente para dotar a este metal de un valor relativamente alto, aun si no hubiera sido escogido para ser empleado como dinero. Sus primeros usos importantes fueron probablemente para fines religiosos y para adorno personal. El deseo de adornarse y el placer de ostentación nunca se han desprendido, a lo que parece, de la humanidad en el proceso de la civilización, ya que todavía se utilizan considerables cantidades de oro para relojes, sor-

tijas, pulseras, cadenas, alfileres y otras manifestaciones de adorno personal. También se emplea oro para hacer vajillas, para dorar libros y otros artículos, para obtener ricos efectos arquitectónicos en cúpulas e interiores de edificios —particularmente en interiores de edificios públicos y templos—, para ciertas manufacturas y para fines dentales y quirúrgicos. La totalidad de estas demandas recibe el nombre usual de *demanda industrial de oro.*

Es indiscutible que el valor del oro está influído por la magnitud de esta demanda industrial. Un aumento de la demanda industrial —en el sentido de aumento de la tabla de demanda— deja menos oro para usos monetarios y tiende a aumentar el valor del oro tanto como mercancía cuanto como dinero. Y una disminución de la demanda industrial —ocasionada por sucesos tales como un aminoramiento en el deseo de la comunidad de emplear adornos de oro o el desarrollo de sucedáneos más prácticos— permite que quede libre más cantidad de oro para usos monetarios y tiende a hacer bajos el nivel del oro tanto como mercancía cuanto como dinero.

Aunque los cambios en la demanda industrial —en el sentido de cambios en la tabla de demanda— pueden alterar la demanda total de oro y con ello su valor, hay cierta tendencia por parte de la demanda industrial en todo momento a retardar y limitar las fluctuaciones del nivel de precios ocasionadas por alteraciones en la oferta de oro o en sus otros tipos de demanda. Debido a la constancia del precio del oro bajo el patrón oro, los precios de los artículos hechos con este material tienden

a subir menos en períodos de alza general de precios, y a bajar menos en períodos de baja general, que los precios de la mayoría de las restantes mercancías. Cuando el nivel de precios se eleva, por lo general aumenta el consumo de oro en sus usos industriales, reduciendo con ello el volumen disponible para fines monetarios y de otro tipo y retardando el alza de los precios. Pero cuando el nivel de los precios baja, el consumo industrial de oro generalmente disminuye, liberando con ello mayor porción de la producción actual para usos monetarios y de otro tipo, y combatiendo con ello nuevos descensos de precios.

Es indudable que los cambios en la demanda industrial de oro sirven para alterar su valor y que la elasticidad de esta demanda actúa en cierta medida como un amortiguador, retardando las variaciones en el valor del oro ocasionadas por cambios en la oferta o en otros tipos de demanda. En un largo período, el funcionamiento de la demanda industrial es un determinante principal del valor del oro. Pero su eficacia para explicar los cambios en el valor en períodos cortos no debe ser exagerada. La demanda industrial es solamente una parte muy pequeña de la demanda total. Aunque tales cifras están sujetas a error, se estima que durante la década de 1920 a 1930 la demanda industrial en las naciones occidentales fluctuó alrededor de los Dls. 100 millones por año, y aproximadamente la misma cantidad media se consumió en Oriente. Pero los sistemas monetarios del mundo poseían cerca de Dls. 10,000 mi-

llones de oro.[5] Por ser la demanda industrial tan pequeña parte de la total, aun sus grandes variaciones porcentuales no ejercen más que pequeños efectos en la demanda total a corto plazo; y su elasticidad tendría que ser muy grande para absorber cualquier parte considerable de los efectos de las variaciones en la oferta de oro o de las fluctuaciones en otros tipos de demanda de oro.

El otro componente del empleo no monetario es la demanda oriental (principalmente de la India) de este metal, para atesorarlo o para su uso como adorno.[6] Como ya se ha señalado, una media anual aproximada de Dls. 100 millones en oro fué tomada por Oriente durante la década de 1920 a 1930, aunque las cantidades variaron mucho entre año y año. En años que fueron muy prósperos para estas zonas, especialmente para la India, se importaron grandes cantidades. En los años malos, por el contrario, las importaciones de oro fueron mucho más pequeñas, y a veces menores que las exportaciones. Es evidente que el valor del oro está influído por esta demanda oriental. Pero, como vimos que sucedía con la demanda industrial, la demanda oriental es tan pequeña parte de la total que sus fluctuaciones sólo ejercen un efecto muy escaso en el valor del oro, durante períodos cortos. Pero el efecto de la demanda

[5] A Dls. 20.67 la onza fina.

[6] C. O. Hardy mantiene que la demanda oriental de oro está más adecuadamente clasificada como demanda monetaria, puesto que el oro es solicitado como portador de valor. Concluye, no obstante, que puesto que la demanda oriental funciona de muy distinta manera de como lo hace la demanda monetaria de oro en el resto del mundo, se ha de exponer más convenientemente como una parte de la demanda no monetaria. Cf. *Is there Enough Gold?*, Washington, 1936, pp. 78-79.

oriental puede ser muy importante sobre períodos largos. Para tomar un ejemplo extremo, si Oriente deja de importar oro durante veinte años —y especialmente si devuelve grandes cantidades de oro— la cantidad disponible para usos monetarios e industriales será mucho mayor y el valor estará más bajo probablemente de lo que estaría si la demanda oriental continuara al ritmo de la década de 1920 a 1930. Un aumento grande y continuo en la demanda oriental produciría efectos de índole contraria.

La demanda monetaria de oro.—Con mucha diferencia, la mayor parte de la demanda total de oro en todo tiempo es la demanda para uso de los sistemas monetarios mundiales. No solamente tienen los sistemas monetarios mundiales Dls. 24,500 millones de oro acumulados durante el pasado, sino que absorben anualmente la mitad o más de la producción total. Es evidente, por lo tanto, que las fluctuaciones en la demanda monetaria pueden ejercer una poderosa influencia sobre la demanda total y el valor del oro. Son la causa individual más importante de cambios en el valor del oro durante las diferentes fases del ciclo económico, y se equiparan en importancia a las fluctuaciones en la oferta de oro como determinantes de su valor durante períodos largos.

La magnitud de la demanda mundial de oro para usos monetarios varía con dos factores generales: *1)* la demanda mundial de dinero de todas clases, y *2)* la proporción de esta demanda que se satisface con oro. La demanda de oro para fines monetarios puede aumentar por un alza de la demanda de dinero de todas

clases, por un aumento en la proporción de esa demanda que ha de ser satisfecha con oro, o por una combinación de ambas cosas. Y, recíprocamente, la demanda monetaria de oro puede disminuir debido a una disminución en la demanda de dinero de todas clases, a causa de una disminución en la proporción de esa demanda que ha de ser satisfecha con oro, o como consecuencia de las dos cosas combinadas.

La demanda de dinero de todas clases y los factores que determinan su funcionamiento ya han sido expuestos.[7] Es suficiente, por tanto, recordar aquí que varía con el volumen de comercio a ser efectuado con dinero y con la proporción de ese comercio sobre el cual la gente insiste en mantener poder adquisitivo en forma de dinero, y que es variable en alto grado, mostrando simultáneamente cambios a largo plazo y amplias fluctuaciones cíclicas.

Sin embargo, sólo una pequeña parte de la demanda total de dinero se satisface con oro. Con mucha diferencia, la mayor parte se satisface con otros tipos de dinero tales como monedas de otros metales, billetes emitidos por bancos comerciales o gobiernos, y —lo que es más importante de todo— depósitos a la vista en bancos. Puesto que, cuando más, sólo una pequeña reserva de oro se guarda como respaldo de estos tipos de dinero, éstos sirven como "economizadores" de oro, o como "sucedáneos" de él. A causa de la gran cantidad de estos "sucedáneos" del dinero, lo mismo la demanda monetaria que el valor del oro son mucho menores

[7] Cf. cap. IV, especialmente pp. 119-124.

de lo que serían si la demanda total de dinero tuviera que ser satisfecha únicamente con oro.

Además, la conducta de la demanda monetaria de oro se altera por fluctuaciones en la proporción de la demanda de dinero que se satisface con otros tipos que no son oro. Todo desarrollo que acrecenta la proporción de la demanda de dinero que es satisfecha con tipos de dinero "sucedáneos" sirve para reducir la demanda de oro y con ello disminuir su valor. Algunos de los sucesos más importantes que conducen a una mayor "economía de oro" son éstos: *1)* La difusión de los sistemas de bancos comerciales y el uso creciente de depósitos a la vista como dinero. A causa del principio de reserva fraccional, cada peso de reservas puede respaldar varios pesos de depósitos a la vista. *2)* Un aumento en el número de pesos de depósitos a la vista por cada peso de reservas bancarias, debido ya a una baja de la proporción de reserva legal o comúnmente requerida, ya a una disminución de las reservas excedentes. *3)* Un ensanchamiento del crédito del banco central proporcionalmente a las reservas oro, porque el crédito del banco central puede ser utilizado como efectivo para la circulación diaria o para reservas bancarias. *4)* Una prohibición de la circulación doméstica y del atesoramiento de oro en monedas o en lingotes. Esto concentra una proporción mayor del oro monetario en manos de las autoridades monetarias y puede permitir la edificación de una superestructura mayor de otros tipos de dinero. *5)* La extensión del patrón de cambio-oro, que en efecto permite al oro servir de reserva a dos o más naciones simultánea-

mente. *6)* La emisión de papel moneda adicional y de monedas subsidiarias de otro metal que no sea oro.[8] Y *7)* el abandono del patrón oro y la exportación de oro por una nación o naciones que a partir de entonces operan bajo patrones no de oro.

Del mismo modo que los sucesos anteriores pueden acrecentar la oferta total de dinero relativamente a la oferta de oro monetario y pueden disminuir la demanda monetaria de oro, o cuando menos retardar su alza, sucesos de índole contraria pueden disminuir la proporción de la demanda de dinero que se satisface con "sucedáneos" del oro y pueden servir para acrecentar la demanda de este metal. Algunos de los sucesos más importantes que arrojan sobre el oro una mayor proporción de la demanda de dinero son los siguientes: *1)* Menor disposición del público para mantener depósitos a la vista en vez de otros tipos de dinero, debido a factores tales como temor de bancarrotas, impuestos sobre cheques, o la introducción de cargos de servicios por parte de los bancos. La resultante pérdida de reservas puede forzar al sistema bancario a reducir los depósitos a la vista en una cantidad igual a varias veces la pérdida de efectivo. *2)* Una disminución en el número de pesos de los depósitos a la vista erigidos sobre cada peso de reserva bancaria, a causa bien de un aumento en la proporción de reserva legal o usualmente requerida, bien de una acumulación de reservas excedentes. Los bancos parecen acumular reservas excedentes sobre todo en períodos de paralización de

[8] Que no sean los certificados de oro que requieren un 100 por ciento de respaldo en oro.

negocios. *3)* Disminución del crédito concedido por el banco central relativamente a las reservas oro. Esto puede considerarse como un atesoramiento de oro adicional por los bancos centrales o como una reducción en la cantidad de dinero "del banco central" en circulación. *4)* Mayor acaparamiento doméstico de oro en monedas y en lingotes, y no de otros tipos de dinero. *5)* Una disminución en el uso del patrón de cambio-oro y adopción de patrón oro completo. *6)* La retirada de la circulación de monedas subsidiarias de otros metales o de papel moneda, de manera que el dinero-oro o dinero que requiera mayores reservas oro sea empleado en su lugar. *7)* La adopción de un patrón oro por naciones que hasta entonces lo tenían de papel inconvertible, de plata o bimetálicos. Esto ensancha el campo de la circulación del oro y aumenta la demanda monetaria de oro relativamente a la demanda de dinero en general.

Es evidente, pues, que la demanda monetaria de oro, a causa de su magnitud y de su alto grado de variabilidad, es uno de los determinantes más importantes del valor del oro.

La Teoría-Mercancía Aplicada al Papel Moneda Inconvertible

Ya se ha visto en las páginas precedentes que la teoría-mercancía puede emplearse para explicar el valor del dinero en régimen de patrón oro, el cual exige que el valor de la unidad monetaria se mantenga en un nivel fijo, en términos de oro. Algunos economistas han insistido, sin embargo, en que esta teoría puede apli-

carse también a un papel moneda inconvertible, que, en lugar de ser fijado en términos de oro, es libre de fluctuar en términos de ese metal. Mantienen que el valor de tal dinero está determinado no por el valor-mercancía del papel de que se compone —la historia registra sólo unos cuantos casos en los que el valor de un billete haya caído tan bajo— sino más bien por la valía del oro en el que el dinero puede probablemente convertirse en lo futuro. De acuerdo con este punto de vista, el poder adquisitivo de un papel moneda inconvertible depende en todos los casos de las previsiones de la comunidad en cuanto a: *1)* la cantidad de oro por la que la unidad monetaria tiene probabilidades de cambiarse; *2)* la probabilidad de que tal conversión se establezca de hecho; *3)* el poder adquisitivo del oro en el que el dinero se ha de convertir; *4)* el tiempo que transcurrirá probablemente antes de que se establezca la conversión, y *5)* el tipo de interés que debe ser sacrificado si se atesora el papel moneda en lugar de dejarse circular. En otras palabras, el valor de un papel moneda inconvertible en cualquier ocasión es igual al valor descontado del oro en que el papel moneda se convertirá en lo futuro. Es significativo el hecho de que virtualmente todos los proponentes de esta teoría creen que solamente el dinero con valor considerable para propósitos no monetarios será aceptado en el comercio y que su valor como dinero está determinado por su valor como mercancía. Están obligados, en consecuencia, a acudir a una teoría tal como la que estamos considerando para explicar porqué el papel moneda ha de circular a un valor cualquiera.

No cabe duda que hay casos en los que la perspectiva de una futura conversión tiene influencia sobre el valor del papel moneda que por el momento es inconvertible.[9] El más importante de estos casos es cuando la fecha y medida en que el papel moneda va a ser convertido en oro se han hecho públicos. Esta perspectiva de conversión en oro fija un límite inferior —aunque varía con las perspectivas acerca de la probabilidad y términos de la futura conversión— al valor de un papel moneda. Este valor no puede llegar más bajo de aquel nivel que la comunidad, por su parte, calcula ser el valor actual descontado del oro en el que el dinero se hará convertible; si acaso tiende a llegar tan bajo, existirá la posibilidad de obtener beneficios anormalmente grandes reservando dinero para una posterior conversión en oro, y habrá suficiente atesoramiento adicional de papel moneda como para hacer subir su valor al nivel recién descrito. El valor del papel moneda inconvertible puede, no obstante, permanecer muy por encima de este límite más bajo. Ha habido muchos casos en que billetes inconvertibles, virtualmente sin perspectivas de redimirse en oro, han continuado siendo aceptados y han circulado a un valor mucho mayor de lo que las perspectivas de su futura conversión justificaban. Y aun ha habido casos en los que un papel moneda totalmente divorciado del oro ha llegado a poseer un poder adquisitivo mayor que el de la cantidad de oro en que era antes convertible. Los proponentes de la teoría que estamos considerando no pueden explicar este fenómeno sin recurrir a suposiciones harto irreales.

[9] Cf. R. G. Hawtrey, *Currency and Credit*, Londres, 1930, pp. 32-33.

Su error fundamental estriba en su presunción de que el dinero está valorado solamente por su contenido de mercancía. Una vez que un papel moneda ha sido establecido por la ley o por la costumbre como medio de pago, puede tener un valor como dinero absolutamente independiente de su valor como mercancía. La demanda de estos trozos de papel para efectuar el comercio de la comunidad puede fácilmente dotarlos de un mayor poder adquisitivo que el que tendrían como frágiles derechos a cierta suma indeterminada de oro en la que podrían convertirse en una fecha indefinida y remota.

Evaluación de la Teoría-Mercancía

La teoría-mercancía del valor del dinero no puede aplicarse con validez a todos los tipos de dinero porque, como hemos visto, falla cuando la aplicamos al papel moneda inconvertible. Además, en manos de algunos de sus defensores, es a menudo unilateral e inadecuada, si no engañosa, cuando se aplica al dinero en régimen de patrón oro. Algunos de los errores más corrientes de los partidarios de la teoría-mercancía son los de dar excesiva importancia al papel representado por el coste de producción del oro, sobrestimar la variabilidad y elasticidad de la oferta de oro —especialmente en períodos cortos— con el fin de demostrar que el valor del oro como dinero simplemente refleja y está determinado por el valor del oro como mercancía, y subestimar la influencia causante de la demanda monetaria de oro. Pero si se salvan estos obstáculos, como se ha inten-

tado hacer en este capítulo, la teoría-mercancía puede hacernos comprender el comportamiento del valor del dinero bajo un patrón metálico.

Es opinión del autor, sin embargo, que aun cuando la teoría de la mercancía se exponga en su forma más valedera, arroja menos luz sobre el proceso de la determinación del nivel de precios y el estado de actividad económica que una teoría cuantitativa formulada con esmero. Nada hay en la teoría de la mercancía que no se incluya en los enunciados seguros y prudentes de la teoría cuantitativa. Los defensores de ésta han insistido desde un principio en que el coste de producción del oro, las existencias de oro acumulado y la demanda no monetaria de oro deben tenerse en cuenta al explicar la oferta de oro monetario, la que, a su vez, es una —aunque sólo una— de las determinantes de la oferta de dinero. Y en su análisis de *T, K* (o *V*), y la proporción entre la oferta total de dinero y la de oro monetario, los partidarios de la teoría cuantitativa han explicado más claramente que los de la teoría de la mercancía los fenómenos que estos últimos incluyen bajo el título general de demanda monetaria de oro. Una explicación adecuada y realista de la determinación del nivel de precios debe explicar en términos de decisiones humanas porqué las corrientes de gastos monetarios y del volumen de comercio funcionan como lo hacen. En este aspecto, la teoría cuantitativa, aunque esté muy lejos de ser perfecta, se sitúa seguramente por encima de la teoría-mercancía.

Alteraciones en el Precio del Oro y su Efecto Sobre el Nivel de Precios

Quienes se han ocupado de la teoría monetaria se han venido interesando desde hace mucho por los efectos que ejercen sobre el nivel general de precios las alteraciones en el contenido de oro de la unidad monetaria. Este interés ha aumentado mucho en años recientes por dos acontecimientos. Uno de ellos ha sido la propuesta persistente hecha por algunos reformadores monetarios de que el precio del oro fuera regulado por la autoridad monetaria en tal forma que primero hiciera subir los precios de los artículos al por mayor al nivel deseado y luego los estabilizara allí. El otro fué el alza, en 1933 y 1934, del precio del oro en los Estados Unidos, de Dls. 20.67 a Dls. 35.00 la onza, seguida algún tiempo después por medidas semejantes de parte de ciertas naciones europeas.

Al analizar los efectos de los cambios en los precios del oro, deben distinguirse dos casos: el primero es aquél en que todos los países con patrón oro alteran sus precios del oro simultáneamente y en la misma medida. Tal acontecimiento no ha ocurrido de hecho, pero muchas de las sugestiones para una reforma monetaria han insinuado su conveniencia. El segundo es aquél en que sólo un país cambia su precio oficial de compra del oro.

Alteraciones del precio del oro en todos los países de patrón oro.—¿Cuáles serían los efectos sobre el nivel de precios si todos los países de patrón oro simultáneamente duplicaran o redujeran a la mitad el precio del oro? Todas

las escuelas monetarias convienen en que los aumentos o disminuciones en el precio oficial de compra del oro tienden a producir aumentos o disminuciones en el nivel de precios; pero difieren profundamente en cuanto a la intensidad del efecto ejercido sobre los precios, en cuanto a la certidumbre de que los precios van a reaccionar, y en cuanto al período de tiempo requerido para que las alteraciones en los precios tengan lugar. Algunos de los teóricos más ingenuos han supuesto que los cambios en el precio del oro pueden alterar el nivel de precios proporcional e inmediatamente, o poco menos. Aunque esta lista incluye unos pocos "cuantitativos" incautos, aparece como compuesta más especialmente por quienes creen que el valor del dinero depende del valor del material que se utiliza como dinero en cuanto mercancía. Es evidente, afirman éstos, que para reducir a la mitad o duplicar la cantidad de oro de la que el peso se compone, y por la que se valora, basta reducir a la mitad o duplicar el valor del peso. Esta teoría debe ser desechada. Está contradicha por la experiencia y asume una causalidad automática y hasta mística que no existe en un sistema económico movido por las decisiones humanas. Nadie ha explicado todavía porqué ha de esperarse que un cambio dado en el precio oficial de compra del oro produzca un cambio en la demanda monetaria de artículos y servicios capaz de ocasionar un inmediato y proporcional cambio en sus precios. Esto no es negar que, a la larga, ese efecto sobre los precios puede ser aproximadamente proporcional, aunque no necesita serlo.

Un cambio en el precio del oro en todos los países

de patrón oro influirá en el nivel de precios principalmente por su efecto sobre el valor en dinero de la reserva monetaria en oro, y de ahí sobre la cuantía de la oferta de dinero. Las alteraciones en el precio del oro cambian el valor monetario de las existencias de oro de dos maneras: alterando el valor monetario de las reservas oro ya acumuladas, y acelerando o retardando la producción de oro.[10] A principios de 1939, los sistemas monetarios del mundo tenían unos 700 millones de onzas de oro. A Dls. 20 la onza, este oro habría sido valorado en Dls. 14,000 millones; a Dls. 35 la onza, fué valorado en Dls. 24,500 millones. Un aumento en el precio del oro también hace aumentar la lucratividad de la minería aurífera y estimula la producción de oro hasta que los precios más altos aumenten los costes de producción lo bastante para hacer que sea desventajosa de nuevo la producción aumentada. Este estímulo puede continuar durante un período considerable. Una reducción en el precio del oro, por otra parte, disminuye la lucratividad de la minería de oro y desanima la producción de oro hasta que los costes de la producción en dinero han bajado tanto como el precio del oro.

Debe insistirse, sin embargo, en que no es en manera alguna necesario que un cambio en el valor nominal

[10] Las reservas monetarias de oro pueden ser también alteradas por cambios provocados en el consumo de oro para fines no monetarios. Un alza en el precio del oro parece que ha de debilitar la utilización industrial del mismo, por lo menos hasta que los otros precios hayan subido proporcionalmente, aumentando con ello la cantidad de oro disponible para su utilización como dinero. Una baja en el precio del oro tendría efectos opuestos.

de las existencias de oro monetario traiga un cambio proporcional en la oferta total de dinero; esto es cierto sobre todo a corto plazo. Cuál haya de ser la reacción de la oferta total de dinero y cuándo ha de ocurrir esta reacción depende de muchas condiciones, entre las que vamos a considerar algunas de las más importantes. Tres de los casos son aquéllos en que: *1)* todo el oro monetario está en poder de los miembros de la comunidad, que recojen todas las ganancias o pérdidas pecuniarias que resultan de las alteraciones en el precio oficial de compra de oro; *2)* todo el oro monetario está en poder de bancos comerciales, que asumen los beneficios o pérdidas resultantes de las variaciones en el precio del oro; y *3)* todo el oro monetario está en poder de bancos centrales y tesorerías, que cargan con los beneficios y pérdidas del oro.

Si todo el oro estuviera en poder de la gente, si las monedas de oro fuesen el único tipo de dinero en circulación, y si todas las monedas antiguas fuesen recogidas, reacuñadas en nuevas unidades conteniendo la misma cantidad de oro, y puestas nuevamente en circulación, un cambio dado en el precio del oro ocasionaría un cambio proporcional en la oferta de dinero. Supongamos, por ejemplo, que el único dinero que tiene una nación es un millón de rublos de oro que pesan diez granos cada uno. Si el gobierno reduce el contenido de oro del rublo en un 50 por ciento, cada uno de los rublos viejos puede volverse a acuñar y convertirse en dos de los nuevos, y la oferta de dinero será el doble. Por el contrario, si se duplica el contenido de oro del rublo, y todo el oro se rea-

cuña, la oferta de dinero será la mitad. Pero esto está evidentemente muy lejos de ser una visión justa de lo que ocurre cuando una gran parte del dinero en uso tiene forma de efectivo que no es oro y de depósitos a la vista, y cuando la mayoría del oro monetario está en poder de bancos comerciales, bancos centrales y autoridades oficiales.

Si todo el oro monetario estuviera en manos de los bancos comerciales y se permitiera a éstos disfrutar de todos los beneficios y se les obligara a soportar todas las pérdidas que resultasen de las alzas y bajas en el precio del oro, estos cambios tendrían el efecto inmediato de alterar el volumen de las reservas de los bancos comerciales. Ningún aumento o disminución de la oferta de dinero en manos del público tendría lugar, sin embargo, hasta que los bancos aumentaran o restringieran sus préstamos e inversiones. Esto puede suceder rápidamente o sólo despacio. Si las reservas bancarias fuesen reducidas por una disminución en el precio del oro, los bancos podrían contraer su crédito aumentando la tasa de interés, restringiendo los préstamos y vendiendo valores. Por otra parte, pueden no contraer ninguna clase de crédito o pueden contraerlo poco a poco en todo caso. Si poseen suficientes reservas excedentes, pueden resistir la presión hacia la contracción durante algún tiempo, y aun si no tienen reservas excedentes pueden aplazar la contracción y reparar su posición de reserva por algún tiempo pidiendo prestado de los bancos centrales. Dependerá de la política de los bancos centrales el que se les abra o no este último camino. Pero si las reservas

bancarias fuesen acrecentadas por un alza en el precio del oro y los bancos no utilizasen esos fondos para retirar préstamos del banco central, sentirían una presión que les llevaría a ensanchar sus préstamos y sus inversiones a fin de convertir la esterilidad de esas reservas excedentes en activo útil. Es bastante fácil ensanchar el crédito bancario en períodos de prosperidad, aunque requiere algún tiempo, pero tiene probabilidades de ser mucho más difícil en períodos de estancamiento de los negocios. En tales ocasiones los bancos pueden temer comprar valores o aun prestar a corto plazo, e incluso tipos de interés más bajos y una mayor amplitud para juzgar las peticiones de préstamos pueden no originar una demanda de éstos suficiente para emplear todas las reservas aumentadas. En resumen, aun si las alteraciones en el precio del oro ocasionan correspondientes cambios en el volumen de reservas de los bancos comerciales, la oferta monetaria puede ser alterada sólo poco a poco y después de una demora considerable, debido a la dependencia del volumen de los depósitos a la vista de las políticas de préstamos e inversiones de los bancos.

En muchos casos, sin embargo, las alteraciones en el precio del dinero no ocasionan cambios inmediatos y proporcionales en el volumen de las reservas de los bancos comerciales. En los modernos sistemas monetarios, en los que la mayoría del oro monetario está concentrado en las cajas de los bancos centrales y de los gobiernos, la mayor parte de los benificios y pérdidas resultantes de los aumentos o disminuciones en el precio del oro recae directamente sobre estos propietarios,

y en época reciente los gobiernos han acostumbrado apropiarse todos los beneficios que recaen sobre los propietarios particulares de oro. En tales condiciones, por ello, las alteraciones en el precio del oro afectan al volumen de las reservas de los bancos comerciales sólo cuando el banco central y el gobierno se lo permiten. Esto no puede ocurrir más que poco a poco y aun así solamente después de una demora. Por ejemplo, aunque el Tesoro de los Estados Unidos de América obtuvo un beneficio de Dls. 2,808 millones cuando en 1934 elevó el precio del oro de Dls. 20.67 a Dls. 35.00 la onza, solamente una pequeña parte de este beneficio, hasta la fecha en que se escribe este libro, seis años más tarde, ha llegado a los bancos. Virtualmente todo él fué acaparado por el Tesoro. Varios de los gobiernos europeos que hicieron subir el precio del oro siguieron una política semejante,

Por cualquiera de las razones antedichas, la oferta de dinero puede dejar por algún tiempo, quizá por mucho tiempo, de variar proporcionalmente con respecto al precio del oro. Y aun si la oferta de dinero cambia inmediata y proporcionalmente, el nivel de los precios no ha de responder por necesidad de manera semejante, a causa de los cambios en la velocidad del dinero y del volumen material de comercio. La conclusión será, por consiguiente, que las naciones de patrón oro, como grupo, probablemente se encontrarán con que la manipulación de precios oficiales de compra de oro no es en sí un método eficaz para hacer subir los precios, a corto plazo, o para estabilizarlos a través del ciclo económico. Parece posible, sin embargo, que este método pueda

utilizarse para evitar alzas y bajas seculares en los precios, atribuibles a "exceso" o "escasez" de la oferta de oro.

Cambios en el precio del oro por un solo país de patrón oro.—La exposición precedente se refería al caso en que todos los países de patrón oro alterasen sus precio de oro simultáneamente y en la misma medida. El presente apartado se ocupará del caso en que un país actuando aisladamente altere el contenido de oro de su unidad monetaria mientras otras naciones mantienen sus unidades inalteradas. Si se comparan, estos casos presentan algunas semejanzas y algunas diferencias. El caso actual se asemeja al ya expuesto en que un cambio en el precio del oro altera el valor de las reservas acumuladas de oro del país y estimula o desalienta la producción de oro en ese país hasta el momento en que haya cambios compensadores en los costes de producción. Por ejemplo, el alza en el precio del oro de Dls. 20.67 a Dls. 35.00 la onza en enero de 1934, elevó el valor del oro monetario de Estados Unidos de América de unos Dls. 4,000 millones a unos Dls. 6,800 millones, aproximadamente, y estimuló grandemente la minería aurífera nacional. Este caso se parece también al expuesto anteriormente en que la magnitud de la oferta de dinero no necesita variar inmediata y proporcionalmente al valor monetario de las reservas monetarias de oro. Difiere del caso anterior en primer lugar por la alteración consiguiente de los tipos de cambio con el extranjero y la resultante diferencia entre el poder adquisitivo del oro dentro del país y en el extranjero.

Veamos ahora cómo y porqué un cambio unilateral en el precio oficial de compra del oro ha de alterar el

tipo del cambio entre monedas de patrón oro. Las unidades monetarias de los países de patrón oro se intercambian en el mercado de divisas en una proporción que se aproxima mucho a la relación que guarda el contenido de oro de cada una de ellas. Si, por ejemplo, el peso del país P contiene 20 granos de oro puro mientras que el florín del país F contiene 5 granos, 1 peso valdrá unos 4 florines en el mercado de divisas. Los tipos de cambio del mercado sólo pueden desviarse de este nivel en una pequeña cantidad correspondiente a los costes de transporte del oro de un país al otro. Cualquier alteración en el contenido relativo de oro de las unidades monetarias debe, por consiguiente, ocasionar cambios más o menos correspondientes en los tipos de cambio entre ellas. Supongamos, por ejemplo, que P reduce a la mitad el contenido de oro del peso —bajándolo a 10 granos—, mientras los otros países con patrón oro, incluído F, mantienen sus unidades monetarias inalterables con respecto al oro. El peso bajará inmediatamente a la mitad en el mercado de cambios; si antiguamente podía comprar 4 florines, ahora sólo podrá comprar 2. Esta baja de los pesos en el mercado de cambios, que será considerada por los nacionales de P como un aumento al doble de los precios del dinero-oro extranjero, ocasionará inmediatamente en P alguna subida en los precios en pesos de los artículos tanto importados como exportados, y estimulará la exportación, desanimando la importación, hasta que llegue un momento en que el nivel nacional de precios haya subido tanto como los precios del oro y de las monedas extranjeras.

Es fácil ver porqué el aumento al doble del precio del dinero extranjero hará subir en P los precios de los artículos importados en términos de pesos y ha de tender a desalentar las compras en el extranjero. Antes de la devaluación del peso, cuando un peso compraba 4 florines, una mercancía que se vendiese en F por 4 florines podía ser comprada por 1 peso y venderse en P por un peso, más la cantidad adicional suficiente para cubrir los costes de traslado de la mercancía y dejar a los importadores el beneficio necesario. Después de la devaluación del peso, sin embargo, cuando éste sólo puede comprar dos florines, la misma mercancía, si se sigue vendiendo en F a 4 florines, costará no 1 peso, sino 2. Ante este alza en los precios de las cosas importadas, los residentes de P tenderán a reducir sus compras en el extranjero hasta que sus ingresos monetarios y el nivel de precios de los artículos nacionales hayan crecido tanto como los tipos de cambio exterior.

El aumento al doble de los precios del cambio extranjero hará también subir los precios en términos de pesos de lo que exporte P. Antes de la devaluación del peso, una mercancía que podía venderse en el extranjero por 4 florines se vendería en P por un peso, menos el coste de llevarla al mercado extranjero. Pero si después de la devaluación del peso la mercancía puede seguirse vendiendo en el extranjero por 4 florines, su precio en P subirá a 2 pesos menos el coste de transporte al extranjero, porque los 4 florines recibidos en pago de ella pueden convertirse ahora en 2 pesos. Esta subida en los precios de las

cosas exportadas alentará las exportaciones siempre que el nivel nacional de precios no suba tanto como los precios del oro y del cambio extranjero.

El argumento hasta aquí parece indicar que una duplicación unilateral del precio del oro efectuada por el país P traerá como consecuencia una duplicación en los precios en pesos lo mismo de artículos importables que de exportables. Esto puede suceder, sin embargo, sólo si los precios extranjeros de estos artículos —los precios en florines de los artículos en F, por ejemplo— permanecen invariables. Y semejante condición no tiene probabilidades de persistir. En realidad, los precios extranjeros de esas mercancías se reducirán algo, debido a la disminución en la demanda de P de artículos importados, y al aumento de su oferta de exportaciones. La baja de los precios en el extranjero no estará, sin embargo, en proporción a la baja del tipo de cambio del peso, porque la oferta y la demanda de P sólo constituyen una parte de la demanda y la oferta totales que determinan los precios en el mercado mundial. Así, pues, queda en pie el principio de que la devaluación del peso tenderá a hacer subir los precios de los artículos importables y exportables en P, aunque el grado en que se eleven no tiene probabilidades de ser tan grande como parecía al principio.[11]

[11] En qué medida han de ser afectados por la devaluación de P los precios extranjeros de los artículos importados y exportados por P depende de muchos factores, entre los cuales están la parte que la demanda de *P* tiene en la demanda total del mundo de artículos importados por *P* y la parte que las exportaciones de *P* tienen en la oferta total del mundo de esos artículos. En general, mientras menor sea la proporción de las importaciones y exportaciones de *P* en el total mundial de esos artículos, menores serán los efectos que

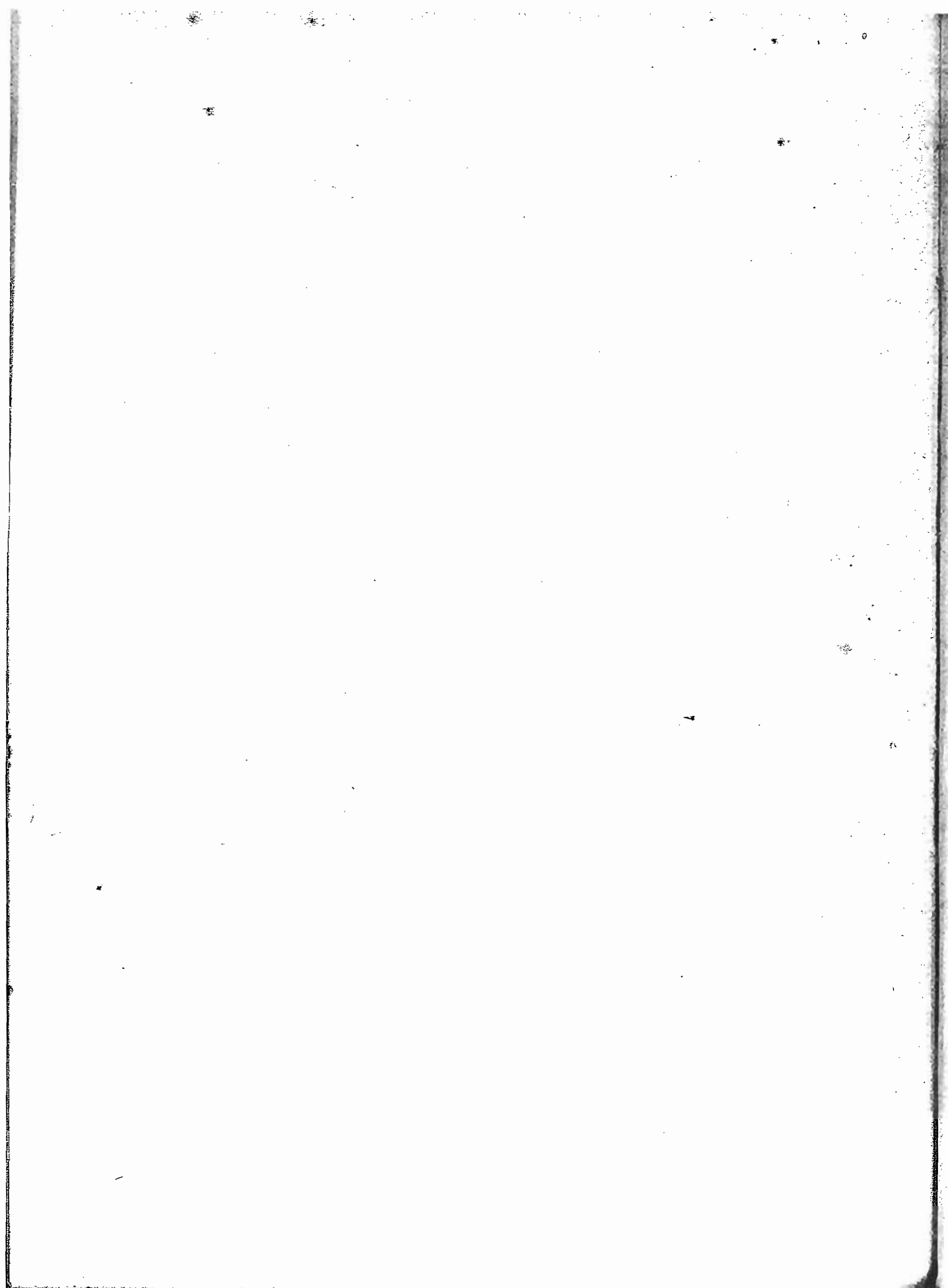
Hemos visto que la baja del peso en el mercado de cambios tiende directamente a hacer subir los precios de los artículos importables y exportables. También ejerce importantes efectos directos e indirectos sobre los precios de los artículos que no entran en el comercio internacional. Podemos señalar algunos de ellos. Es evidente que los productos nacionales fabricados en parte o enteramente con artículos importables o exportables que han subido de precio subirán ellos mismos, como lo harán los artículos nacionales que pueden sustituir más o menos perfectamente a los artículos internacionales. Los precios de los artículos nacionales pueden también subir por la afluencia de oro que tiene pobabilidad de originar el incremento de las exportaciones de P y la disminución de sus importaciones. No obstante, debe recordarse que una expansión de las reservas monetarias de oro, aun si tiene lugar, puede no estar seguida por una expansión paralela de la oferta total de dinero, los gastos y los precios, hasta después de una demora considerable, si es que se produce en absoluto.

Hasta aquí se ha supuesto que a pesar de la devaluación del peso en P, otros países de patrón oro mantienen sus unidades monetarias inalterables y no toman represalias. Pero en un mundo formado por naciones que por

sobre los precios mundiales ejerzan las variaciones en la demanda y oferta de *P*, y mayores serán por consiguiente los efectos de la devaluación de *P* en los precios en pesos de los artículos de importación y exportación. Esto indica que el efecto de la devaluación sobre los precios internos de los artículos capaces de penetrar en el comercio internacional tiene probabilidades de ser mayor si se trata de un país pequeño que si se trata de una nación grande e importante económicamente.

lo común guardan celosamente sus resevas de oro y estiman en alto grado sus mercados de exportación, y que apenas toleran la importación, las represalias son más probables, particularmente si P es una nación grande e importante económicamente. Estas medidas de represalia pueden ser de varios tipos: las otras naciones pueden devaluar sus propias unidades monetarias, tal vez más aún de lo que lo hizo P, en la intención de volver a hacer subir el precio del peso en el mercado de divisas y con ello salir al paso de la "competencia desleal" de P en los mercados internacionales. Pueden intentar también poner freno a las exportaciones de P estableciendo embargos, contingentes, licencias para exportar o importar, restricciones cambiarias, aranceles adicionales o de compensación y otras varias limitaciones.

Es en parte a causa de la imposibilidad de prever las repercusiones en el extranjero y en parte a causa de la inseguridad en cuanto al funcionamiento de la oferta de dinero y los gastos de dinero dentro del país por lo que una autoridad monetaria no puede predecir con mucha certeza el efecto que una devaluación de su dinero tendrá sobre los precios.



CAPITULO VI

EL PUNTO DE VISTA DE INGRESOS Y GASTOS. PRINCIPIOS GENERALES

Introducción

El acontecimiento más importante en la historia de la teoría monetaria desde la Gran Guerra ha sido el rápido desarrollo y la mayor popularidad del punto de vista de ingresos y gastos para explicar las relaciones que existen entre dinero, precios y actividad de los negocios. Con anterioridad, este tipo de teoría había sido eclipsado en gran parte por otras interpretaciones del problema, y especialmente por las diferentes formas de la teoría cuantitativa. Pero en los trabajos de economistas tan importantes como Wicksell, Aftalion, Schumpeter, Hawtrey, Robertson, Keynes y otros muchos, ha sido elaborado y tratado a tal grado durante el período de la postguerra que ocupa hoy día una posición dominante en los análisis monetarios. No sólo ha dejado virtualmente fuera de las publicaciones económicas eruditas toda discusión de interpretaciones rivales del problema, sino que incluso su terminología — si no su análisis riguroso— está siendo ampliamente adoptada por autoridades oficiales, periodistas y el público en general.

La gran popularidad de esta forma de estudio deriva no de su propia esencia, sino de su armazón lógica. En

la explicación de las relaciones recíprocas entre dinero, precios y actividad de los negocios, se ocupa de los mismos factores considerados por los partidarios de la teoría cuantitativa —la cantidad de dinero disponible, la velocidad con que este dinero se gasta, y el volumen material de los artículos producidos y vendidos a cambio de la corriente de gastos—. Pero como se expone en términos de operaciones económicas tan básicas como lo son el producir artículos, recibir ingresos, gastar en artículos de consumo, ahorrar, invertir, crear y destruir dinero, y atesorar y desatesorar, parece estar más estrechamente relacionado con las decisiones y acciones humanas; puede incorporarse a las teorías económicas generales del valor y de la distribución en una medida que no es posible con las otras formas de la teoría monetaria; y es, con mucha diferencia, el método más útil de que disponemos para analizar los aspectos monetarios de los ciclos económicos.

El Origen del Punto de Vista de Ingresos y Gastos

Aunque el método de ingresos y gastos no alcanzó su posición dominante en la teoría monetaria sino recientemente, sus orígenes se remontan cuando menos al siglo XVIII. Parece haber atravesado con vida el siglo XIX —y quizá hasta deba una buena parte de su popularidad— por la acalorada controversia que se desató sobre los más persistentes problemas de la economía. ¿Produce la economía capitalista, operando bajo un sistema monetario, suficientes ingresos monetarios para retirar del mercado, a precios remunerativos, todos los artículos que

es capaz de producir? o ¿hay una deficiencia de poder adquisitivo que conduce al subempleo de trabajo, capital y recursos naturales, y que da por resultado el no permitir que la producción llegue a su capacidad máxima, y se mantenga en ella? Y, aun si el sistema económico ocasiona ingresos monetarios suficientes para comprar toda su capacidad de producción, a precios remunerativos ¿llegan siempre estos ingresos a ser demanda efectiva en el mercado? Un breve examen de los problemas y argumentos incluídos en esta persistente controversia contribuirá a explicar el origen y la naturaleza del actual método de abordar la teoría monetaria por el lado de los ingresos y gastos.

Las opiniones en cuanto a la suficiencia o deficiencia del poder adquisitivo se han dividido en dos corrientes principales: la de los economistas clásicos que, por lo menos hasta hace poco, han dominado el pensamiento económico y han negado la existencia y a veces hasta la posibilidad de una deficiencia del poder adquisitivo, y la de los disidentes. El grupo disidente, cuyos miembros difieren con frecuencia en otros puntos, se ha puesto de acuerdo en esto: que en el sistema capitalista los gastos pueden ser tan deficientes como para ocasionar el desempleo e impedir que el sistema económico actúe con su máxima capacidad. Los componentes de este grupo difieren, no obstante, en cuanto a la frecuencia y gravedad de esta supuesta deficiencia. Algunos de los disidentes más moderados señalan que el poder adquisitivo puede ser deficiente, como lo demuestra la existencia de períodos de contracción y depresión, pero admiten que

puede ser también suficiente, como lo indica el resurgimiento de la prosperidad. Miembros más extremados del grupo insisten en que la deficiencia es crónica —que existe una tendencia continua hacia la "sobreproducción general", "abarrotamiento del mercado" o "subconsumo". El efecto depresivo de esta tendencia es evidente sobre todo en períodos de depresión cíclica; lo que no es tan evidente, dicen, es que aun durante los llamados períodos de prosperidad la insuficiencia del poder adquisitivo impide que la producción alcance los muy altos niveles que la acumulación del capital y el adelanto del conocimiento técnico han hecho posibles.

Otros disidentes sustentaron otras explicaciones de esta supuesta tendencia hacia la sobreproducción general o deficiencia de la demanda total. Algunos indicaron que es atribuible a la tendencia de la capacidad productiva, en una economía en expansión, a ir más de prisa que los gastos generados para comprar la producción, lo que lleva a una baja de precios, a una menor lucratividad de la producción, y con ello al desempleo. Una gran mayoría, sin embargo, atribuyó la supuesta deficiencia de la demanda total al ahorro, aunque de nuevo surgieron las discrepancias en cuanto a la manera en que el ahorro hace deficiente la demanda total. Algunos afirmaron simplemente que los ahorros se atesoraban, de modo que esta parte de los ingresos de la comunidad no volvía al mercado como demanda efectiva. Otros apuntaron el argumento, mejor construído, de que el ahorro tendía a ocasionar la sobreproducción general a causa de su doble efecto de disminuir la demanda de

artículos de consumo justamente al mismo tiempo que aumentaba la capacidad de la economía de producir esos artículos. La mayoría de los disidentes convinieron, sin embargo, en que la deficiencia de la demanda total debida al ahorro se había agravado y se debía probablemente a las desigualdades existentes en la distribución de la riqueza y de los ingresos.

En contraste con la opinión pesimista de los disidentes de que existía una tendencia hacia la deficiencia de poder adquisitivo y que esto constituía una "falla fundamental en el sistema de precios", los economistas clásicos declararon con optimismo que la sobreproducción general, o un "abarrotamiento general del mercado", era imposible. El término "sobreproducción general" fué usado en varios sentidos, sin embargo. Algunos lo emplearon para indicar la producción excesiva en relación con los deseos de la gente de bienes económicos en general. Los economistas clásicos negaron fundadamente que existiera nunca una sobreproducción general en ese sentido. A menudo citaron, aprobándola, la declaración de Adam Smith de que "el deseo de alimento está limitado en todo hombre por la estrecha capacidad del estómago humano, pero el deseo de cosas útiles y adornos en la construcción, vestidos, medios de locomoción y mobiliario parece no tener límite o coto seguro".[1]

Es cierto, indudablemente, que nunca ha existido un sistema económico capaz de producir más bienes económicos de los que la gente desea. Mas el problema central

[1] Citado por David Ricardo en su *Political Economy and Taxation,* cap. xxxi. (Hay traducción española.)

que estamos tratando aquí no es si la producción total ha podido ser excesiva en relación con los deseos humanos de artículos; es, por el contrario, si la producción total ha tendido a ser tan grande en relación con la demanda efectiva en el mercado que los empresarios hayan encontrado incosteable emplear de lleno todos los factores disponibles de la producción y hacer llegar la producción total a sus niveles máximos. Los economistas clásicos negaron también que la sobreproducción general en este sentido pudiera existir. Admitieron fácilmente que la sobreproducción de una mercancía particular, o aun de un grupo de mercancías, pudiera ocurrir sin dificultad al sufrir alteraciones las condiciones de la oferta y la demanda, pero afirmaron que la sobreproducción de algunos artículos estaba compensada por la subproducción de otros, de modo que solamente resultaba una producción equivocada y mal repartida, pero no una sobreproducción general. Hablando en términos de trueque, hicieron resaltar que puesto que el trabajo es desagradable y sólo ha de efectuarse a cambio de una recompensa material, la gente produce artículos sólo con el propósito de consumirlos o de usarlos para comprar otros artículos; por consiguiente, la oferta de artículos constituye la demanda de los mismos, y todo aumento en la oferta total es, visto desde el lado contrario, un aumento equivalente en la demanda total. Afirmar que la gente trabajaría para producir artículos que no necesitase ni para consumir ni para cambiar por otros era, desde su punto de vista, un patente absurdo. Pero aunque este análisis fué sentado en términos de trueque, sostuvieron

que el uso del dinero como intermediario para el comercio en ninguna forma debilitaba su argumento, porque el comercio es esencialmente trueque, incluso en una economía monetaria. Los artículos se venden por dinero, que a su vez se utiliza para comprar otros artículos. Como Juan Bautista Say lo expresó,

> ....apenas se ha creado un producto cuando, desde ese mismo momento, depara un mercado para otros productos en toda la medida de su propio valor. Cuando el productor ha dado el retoque final a su producto, está deseando venderlo inmediatamente, no sea que su valor se le esfume entre las manos. Ni está menos deseoso de disponer del dinero que puede obtener por él; porque el valor del dinero es también perecedero. Pero la única manera de desembarazarse del dinero es la compra de un producto u otro. Así, pues, la simple circunstancia de la creación de un producto abre inmediatamente una venta para otros productos.[2]

Semejantes afirmaciones son fáciles de encontrar en los escritos de otros economistas clásicos.[3]

Para apoyar su afirmación de que la demanda no podía ser deficiente, los economistas clásicos tenían que demostrar que ninguno de los fenómenos apuntados por los disidentes podía llevar a la deficiencia. El atesoramiento del dinero recibido a cambio de artículos fué a menudo descartado de antemano; como hemos visto, Say afirmaba que el vendedor de un artículo está "deseoso

[2] *A Treatise on Political Economy*, 4ª edición, traducida del francés por C. R. Prinsep, Philadelphia, 1830, cap. xv, "Of the Vent or Demand for Products". (Hay traducción española.)

[3] Para una descripción y crítica del punto de vista clásico sobre este problema, ver P. W. Martin, *Maintaining Purchasing Power*, Londres, 1931, cap. i.

de disponer del dinero que puede obtener por él; porque el valor del dinero también es perecedero". No quedaba explicado cómo se comportaría el vendedor si esperaba que el dinero no sólo mantuviese su valor, sino que lo aumentara. Otros que reconocían que el atesoramiento tiene lugar a veces mantuvieron que esto no reduciría el "poder adquisitivo", porque los precios —y presumiblemente los costes— bajarían lo suficiente para permitir que la capacidad total de la producción pudiera comprarse con los restantes desembolsos monetarios. Ni podía el ahorro llevar a una deficiencia de poder adquisitivo; ahorrar no es, afirmaban, atesorar dinero ni reducir la demanda total de producción; ahorrar es simplemente permitir que una parte de nuestros ingresos se utilice en comprar capital en vez de artículos de consumo. Esta afirmación de que un ahorro va siempre y necesariamente unido a un gasto correspondiente en nuevo capital fijo será examinada más tarde. También negaban que se originara cualquier tendencia hacia una deficiencia de poder adquisitivo a causa de un más rápido aumento de la producción que de la demanda monetaria. Esta negación se basa en diferentes razonamientos. Algunos mantuvieron que siempre que se necesitasen gastos mayores de dinero, éstos vendrían después. En este ánimo, Say escribió:

> Siempre hay dinero suficiente para conducir la circulación e intercambio mutuo de otros valores, cuando estos valores existen en realidad. Si el aumento del tráfico requiriese más dinero para facilitarlo, la necesidad se cubre pronto y es un fuerte signo de prosperidad —una prueba de que ha sido creada una gran abundancia de valores, que se desea cam-

biar por otros valores—. En tales casos, los comerciantes conocen harto bien cómo encontrar sucedáneos del producto que sirve como medio de cambio o de dinero... por letras a la vista o a fecha fija, billetes de banco, créditos corrientes, cancelaciones etc., como en Londres y en Amsterdam.[4]

Otros miembros del grupo, aun sin compartir tal optimismo en cuanto al ajuste automático de los medios de pago al volumen de la producción, mantienen con todo que un aumento en la producción total no llevaría a un abarrotamiento, porque los precios se reducirían lo suficiente para permitir que la mayor parte de las mercancías fuese retirada del mercado. Debe señalarse que este argumento es válido sólo si los costes pueden bajarse tan rápidamente como para impedir cualquier disminución en la lucratividad de los negocios que conduzca al desempleo.

¿Quién tenía razón en esta controversia, los economistas clásicos o los disidentes? Puesto que este punto ha de ser tratado más adelante con alguna extensión, sólo son necesarias por ahora algunas observaciones generales. No puede otorgarse a ninguna de las dos partes una victoria decisiva; serios errores han sido cometidos por ambas. Los economistas clásicos pecaron indudablemente de optimistas al negar la posibilidad de una deficiencia del poder adquisitivo real; aplicaron un análisis esencialmente de larga duración a fenómenos de corto plazo; no supieron reconocer los efectos perturbadores del atesoramiento; dieron por supuesto que el ahorro conduce siempre a una inversión equivalente en nuevo

[4] *Ibid.*

capital fijo, y sobrestimaron la facilidad y velocidad con que los costes monetarios se ajustan a un nivel de precios en descenso. Pero si los economistas clásicos fueron demasiado optimistas, por lo menos los disidentes extremos, que negaron que los gastos pudieran ser nunca suficientes, pecaron de excesivamente pesimistas. Porque, como se verá, aunque el volumen de los gastos en dinero es algunas veces "deficiente", también es en ocasiones no sólo "adecuado", sino incluso "excesivo". Los economistas clásicos, a pesar de sus errores, cumplieron una misión útil al señalar que sobre un período más largo hay una especie de tendencia central de la demanda a bastarse para comprar la totalidad de los artículos que el sistema económico es capaz de ofrecer. Si esto no fuese cierto, no hubiera sido posible encontrar un mercado para el tremendo aumento de producción que se ha originado desde las primeras manifestaciones de la revolución industrial.

Es fácil ver cómo el método de gastos e ingresos surgió de la controversia que acabamos de describir. El descubrir si el poder adquisitivo puede o no ser deficiente requería un análisis de la naturaleza y origen del ingreso, las maneras de que puede ser utilizado y los efectos de cada método de su utilización, la naturaleza de la demanda de la producción, y la relación entre la magnitud de esta demanda y la del ingreso social. Estos son los materiales con los que se construye el método de ingresos y gastos.

Ingresos y Demanda Monetaria de la Producción Acabada

Es necesario, antes de entrar al análisis de ingresos y gastos, llamar la atención acerca de algunas características sobresalientes en una economía capitalista y acerca de algunos supuestos y distinciones que conviene hacer. Ya hemos señalado que en los sistemas económicos modernos basados en especialización y cambio muchos empresarios producen artículos y servicios no para su propio uso o el de sus allegados, sino para vendérselos a otros. Hay algunas excepciones, desde luego —la más importante de ellas es el agricultor que produce algunas de las cosas que él mismo consume—, pero en la exposición que sigue se da por supuesto que toda la producción se destina al mercado. El pequeño grado de error introducido por esta suposición está más que compensado por la mayor comprensibilidad. También es conveniente distinguir entre recibidores de ingresos y empresarios, o, más exactamente, entre las funciones de recibir y disponer de los ingresos y la función de tomar decisiones en cuanto a los tipos y cuantía de la producción que se emprenda. Aunque los empresarios reciben ingresos, las dos funciones de disponer de los ingresos y de decidir cuál haya de ser la política de producción se basan en criterios tan distintos que deben ser diferenciadas, aun cuando las lleve a cabo una misma persona.

Otro hecho, ya señalado pero que importa tener presente aquí, es que en la economía capitalista el volumen de la producción emprendida depende de las expecta-

tivas de beneficios del empresario. El término "beneficios o utilidades" puede definirse en general, pero bastante específicamente para nuestros propósitos actuales, como el exceso del valor de la producción sobre los costes. Cada empresario lleva la producción a aquel grado que supone ha de proporcionarle los máximos beneficios. O si no hay escala de producción que prometa dejar un beneficio positivo, hace llegar la producción solamente a aquel nivel que supone ha de ocasionarle las pérdidas mínimas. En consecuencia, los empresarios dan un empleo total a los factores disponibles de la producción sólo si sus previstas utilidades han de llegar al máximo con la producción llevada a ese nivel. Un empleo total no puede lograrse o mantenerse mientras los costes y el valor previsto de la producción se mantienen en tales relaciones entre sí que producen los máximos beneficios con la producción a bajo nivel.

Pero ¿cuál es la naturaleza y relaciones recíprocas de los ingresos monetarios, costes, beneficios, y la demanda monetaria de la producción?

Definiciones del ingreso monetario.—El ingreso monetario de una comunidad en un período cualquiera puede definirse como el valor monetario de la producción durante ese período o, como se declara a veces, el valor aumentado por la producción durante el período. Este ingreso de dinero puede ser considerado, no obstante, desde dos puntos de vista diferentes. Es quizá más corriente considerarlo como el valor monetario total de las participaciones que afluyen a los diversos grupos que pueden participar en los frutos de la producción. Pero

para algunos fines puede darnos más luz considerarlo como el total de valores producidos durante un período. Debe hacerse notar que ambos métodos dan el mismo resultado. En el primer caso sumamos los valores monetarios de las participaciones individuales que afluyen a los recibidores de ingresos; en el segundo, consideramos los valores monetarios totales producidos y disponibles para la distribución. Antes de proceder a analizar el ingreso en dinero desde estos dos puntos de vista, debemos anotar que las definiciones y exposiciones que siguen se referirán más bien al ingreso bruto que al ingreso neto, porque no se hacen deducciones para cubrir la depreciación del capital duradero por lo que se refiere a su uso corriente.[5]

Considerado como el total de las participaciones que afluyen a los diversos grupos que participan en las remuneraciones de la actividad económica, el ingreso monetario de la comunidad en cualquier período se compone de dos partes principales: *1)* los costes del empresario pagados a los factores de la producción en las dos industrias de artículos de consumo e inversiones, y *2)* los beneficios del empresario en las dos industrias de artículos de consumo e inversiones, o el exceso del valor de la producción sobre los costes. Con gran diferencia, la mayor parte de los ingresos monetarios proviene de los costes pagados a los factores productivos en forma de salarios, sueldos,

[5] Para una exposición esclarecedora del significado de ingreso bruto e ingreso neto, ver Simón KUZNETS, *National Income and Capital Formation, 1919-1935*, Nueva York, 1937, pp. 3-7 y 36-37. La definición aquí empleada corresponde casi exactamente a la variante I de Kuznets.

interés y renta. Los jornales y sueldos constituyen los ingresos de los empleados, las rentas van a los ingresos de quienes han alquilado propiedades, y el interés acrecienta los ingresos de quienes han prestado su dinero. Para los empresarios, considerados como grupo, lo que se reserva para depreciación y desuso es la única partida incluída en los costes que no llega automáticamente a ser ingreso de nadie. Y aun este renglón entra en los ingresos monetarios como jornales, sueldos, renta e interés o beneficios hasta el grado, pero nada más hasta el grado, en que se utilice para reparar equipos deteriorados o para comprar refacciones. De esta manera el volumen de los ingresos monetarios en forma de costes del empresario varía con los gastos de éste en factores de producción para continuar la creación de artículos de consumo y de inversión o capital fijo, ya sea para reparaciones y repuestos o para aumentos netos a la existencia de capital. Desde el punto de vista de quienes los reciben, los aumentos o disminuciones en estos gastos de los empresarios son cambios correspondientes en sus ingresos. Para los propósitos presentes, incluiremos a los gobiernos en el grupo de los empresarios. Sus fines no son lucrativos, por supuesto, pero producen artículos y servicios que varían desde la construcción de puentes hasta la administración de justicia; originan ingresos monetarios pagando al trabajo y a los otros factores de la producción y son capaces de ensanchar o contraer los ingresos aumentando o disminuyendo sus gastos.

La otra parte del ingreso monetario está constituída por los beneficios del empresario, o sea la diferencia entre

lo que el empresario recibe por la producción y los costes de ésta.[6] Su magnitud depende, por lo tanto, de las magnitudes relativas de lo que reciba por la producción y de sus costes, y pueden ser lo mismo positivos que negativos. Estos beneficios (o pérdidas) aparecen primeramente en manos de las empresas. Si son positivos, una parte y a veces su totalidad puede pasar rápidamente a poder de los propietarios de las mismas, en concepto de ingresos. Sin embargo, es más frecuente que las empresas retengan o reinviertan una parte sus beneficios obtenidos; en esta forma actúan como agencias de ahorros para sus propietarios, ya sea que estos lo deseen o no. Más adelante se demostrará que la retención de beneficios por las empresas puede o no afectar a las corrientes de gastos para la producción y de ingresos monetarios. Basta que subrayemos aquí que aunque una parte de los ingresos en forma de beneficios se coloca a la disposición de propietarios individuales de empresas, el resto queda a la disposición de las empresas mismas. Quizá convenga añadir que, cuando las empresas pagan a sus propietarios, como lo hacen a veces, cantidades que excedan a los beneficios del período, ni el ingreso total ni los gastos para la producción durante el período son *inmediatamente* afectados; la consecuencia *inmediata* es que los fondos se colocan a la disposición de los propietarios antes que a la de las empresas mismas. Política que, sin embargo, puede

[6] Esta definición supone que los beneficios no se obtienen hasta que las ventas se efectúan realmente. No toma en consideración "beneficios" o "pérdidas" atribuibles a la revalorización de activos. No tenemos en cuenta esas revalorizaciones porque nos interesa principalmente el valor y costes de la producción actual.

llevar indirectamente a alteraciones en los gastos totales para la producción.

La comunidad dispone de sus ingresos monetarios de dos maneras principales. Utiliza una parte, por lo general la mayor, con gran diferencia, para comprar nuevos artículos de consumo. Esto será llamado en lo sucesivo "consumo". La otra parte la "ahorra". Importa subrayar la significación de "ahorro", tal como aquí se emplea. Ahorro significa simplemente el no gastar la totalidad de los ingresos de cada uno en consumo, y el volumen de ahorros de los ingresos monetarios es igual al ingreso total menos el consumo. *Ahorrar es, pues, la función puramente negativa de no gastar para consumo; no indica qué uso se hace de los fondos que se ahorran.*[7]

Aunque, como hemos visto, los ingresos monetarios pueden definirse como la suma de las participaciones distributivas que se reciben durante un período, pueden también definirse como el valor total aumentado por la producción durante el período en cuestión. Este valor en dinero de la producción puede dividirse en dos categorías principales: consumo e inversión. Se entiende por consumo el valor en dinero de los bienes de consumo recién terminados, vendidos durante el período, y por inversión el valor en dinero de los nuevos bienes de inversión vendidos, más todo aumento neto durante el período en el valor de los inventarios de los empresarios de los artículos de inversión terminados y no vendidos, o menos cualquier baja neta en estos inventarios. Con mucho,

[7] La definición del ahorro se perfeccionará luego para dar entrada al elemento tiempo.

la mayor parte de las inversiones de cualquier período se compone de bienes de inversión acabados y vendidos, y la mayoría de las fluctuaciones en la inversión representa fluctuaciones en estas ventas. Son de menor cuantía, por lo general, los cambios en la inversión atribuibles a variaciones en las existencias del empresario.

Se sigue que si los empresarios, como grupo, mantienen a un nivel fijo sus inventarios de artículos no vendidos, total o parcialmente terminados, sin aumentarlos o disminuirlos en nada, el ingreso monetario de la comunidad en cualquier período es igual a los gastos monetarios en artículos terminados de consumo e inversión, vendidos en la etapa final, y la magnitud del ingreso en dinero varía de período en período con el total de estos gastos. El ingreso monetario de la comunidad puede sobrepasar o quedar por debajo del nivel de gastos en productos terminados sólo en una cantidad igual a la disminución o aumento netos en el valor de las existencias no vendidas de los empresarios, durante el período de que se trate.[8] Esto es cierto lo mismo si se miden los ingresos como el valor total aumentado por la producción que si se consideran como la suma total de las participaciones distributivas. Cuando los empresarios aumentan en una cantidad neta sus existencias, la producción total es mayor, en una cantidad equivalente, que el valor de los artículos terminados ya vendidos. Este sobrante se manifiesta en las participaciones distributivas como pagos de costes a los

[8] Suponemos aquí que los artículos en inventarios se valoran en lo que costó su producción hasta su etapa final, que han alcanzado en el momento de la valoración.

factores productivos utilizados para aumentar los inventarios. Cuando los empresarios reducen sus existencias de artículos no vendidos a causa de no poderlos reponer con tanta rapidez como los vendieron, el valor total de la producción durante el período es menor, en una cantidad equivalente, que el valor de los artículos vendidos. Esta reducción se manifiesta en las participaciones distributivas en menores pagos de costes a los factores productivos, que si los inventarios se hubieran conservado intactos.

Antes de exponer el modo como se comportan los ingresos monetarios y las razones de su comportamiento, conviene que nos detengamos para resumir las apreciaciones hechas hasta aquí. Son las siguientes: *1)* por ingreso monetario de un período entendemos el valor en dinero de la producción durante ese tiempo. *2)* Este ingreso monetario puede definirse como el total de los valores producidos —esto es, consumo más inversión— o como la suma de las participaciones distributivas que afluyen a quienes participan de los ingresos; las dos definiciones son equivalentes. *3)* La magnitud del ingreso monetario depende del funcionamiento de la corriente circular de gastos —gastos de los consumidores y de los inversionistas para nuevo consumo e inversión, y gastos de los empresarios en los factores de la producción—. Una expansión de esta corriente circular de gastos significa una expansión del ingreso monetario; una contracción de estos gastos significa una contracción de los ingresos.

Funcionamiento del ingreso monetario.—Hemos de descubrir ahora porqué proceso y porqué razones hay fluctuaciones en los ingresos monetarios. Para ello debe-

mos investigar, paso a paso, la creación y utilización de los ingresos y las relaciones entre ahorros e inversión.

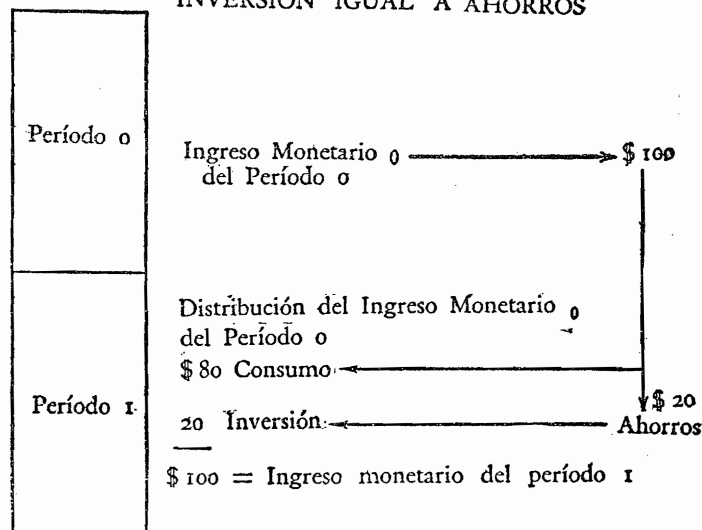
Con el fin de examinar al microscopio o —para hacer una comparación más exacta— fotografiar a cámara lenta los procesos de crear y disponer de los ingresos, dividiremos el tiempo en "períodos". *Un período, en el sentido especial con que se usa aquí, es de tal duración que aunque una persona puede recibir ingresos dentro de él, no puede gastarlos en consumo o "ahorrarlos" hasta el período siguiente.* De este modo, los ingresos recibidos durante el período cero no pueden gastarse o ahorrarse hasta el período 1; los recibidos en el período 1 no pueden gastarse o ahorrarse hasta el período 2, etc.[9]

Utilizaremos este método de fotografía a cámara lenta en tres casos: *1)* aquél en que los ingresos monetarios permanecen constantes de período en período; *2)* aquél en que los ingresos disminuyen de período en período, y 3) aquél en que los ingresos aumentan. En cada caso supondremos que los ingresos monetarios del período o son de $100. También será conveniente, aunque no imprescindible para la validez de la explicación, presumir que empezamos en una situación en la que el sistema económico está operando en su capacidad máxima o cerca de ella, y en la que los costes de producción, gastos mo-

[9] Este plan de exposición está tomado de D. H. Robertson, "Saving and Hoarding", *The Economic Journal,* sept. 1933, pp. 399-413. Lo que llamamos aquí "período" es similar al "día" de Robertson. Puede parecer que esta división en períodos diferentes, de lo que esencialmente es un proceso continuo, ha de hacer irreal el análisis. No obstante, es el mejor método de los empleados hasta ahora para analizar el proceso de cambio en los ingresos monetarios, y apenas trastorna el cuadro.

netarios y beneficios están ajustados de modo que justifican, desde el punto de vista de los empresarios, la continuación de la actividad de los negocios al nivel existente.

Ingresos monetarios estables.—Los ingresos monetarios pueden permanecer estables de período en período si no hay un cambio neto en la oferta de dinero ni atesoramiento o desatesoramiento netos, o, si los hay, son de tal



naturaleza que se neutralizan unos a otros. Esto equivale a decir, como se demostrará, que los ingresos monetarios permanecerán estables en tanto que la inversión durante un período sea igual a la cantidad que se ahorra de los ingresos del período precedente. Este hecho se demuestra en el ejemplo adjunto.

Cuando los $100 de los ingresos monetarios de la co-

munidad durante el período o quedan disponibles en el período 1, se utilizan en dos maneras. Una parte, generalmente una gran parte, se gasta en nuevos artículos de consumo. Supongamos que se emplean en consumo $80. La otra parte, en este caso $20, se ahorra. El ahorro ha sido ya definido como la acción de no gastar para consumo; vamos a perfeccionar esta definición, estableciendo que el ahorro es la acción de no gastar para consumo una parte de los ingresos *durante el período en que esos ingresos quedan disponibles.* La acción positiva de gastar en nuevos artículos de inversión terminados es en sí inversión. Esto no incluye la compra de valores o de artículos de segunda mano, o el depósito de dinero en instituciones financieras, aunque por tales acciones los ahorros se transfieren a alguien que puede invertirlos, aunque no lo haga necesariamente. Subrayaremos más adelante que la inversión durante cualquier período puede superar o no llegar a los ahorros procedentes de los ingresos del período anterior, y que las consecuencias de tales divergencias son transcendentales. Sin embargo, el caso presente es el de ingresos monetarios estables, y esta condición requiere que el total de $20 ahorrado se gaste en inversión. Si ésta es igual a los ahorros, el valor de los artículos de consumo e inversión recién terminados ya vendidos —que es equivalente a lo que recibe el empresario por producción terminada— será de $100, una cantidad igual a los ingresos del período precedente. Una parte de lo que reciben los empresarios por producción terminada constituye las utilidades —el exceso del precio de venta sobre los costes de producción de los ar-

tículos vendidos—, y como utilidades se convierte inmediatamente en una parte de los ingresos monetarios del período 1. No obstante, los ingresos totales del período 1 pueden continuar al nivel de $100, sólo si los empresarios mantienen constantes sus existencias de artículos no vendidos; esto es, si pagan como costes durante el período una suma equivalente a los costes de producir los artículos terminados vendidos durante este tiempo.[10]

La conclusión general que se desprende de este ejemplo es que los ingresos monetarios pueden permanecer constantes de período en período sólo cuando la inversión en cada período es exactamente igual a los ahorros procedentes de los ingresos del período anterior. Y esto requiere que no haya atesoramiento ni disminución netos en la oferta de dinero, o que, si los hay, sean tales que se neutralicen recíprocamente.

Siempre que se reúnan las condiciones arriba indicadas, la corriente de ingresos permanecerá en el nivel de $100 por período. Si la producción de artículos de consumo e inversión es de 100 unidades en el período 1, el pre-

[10] Las fluctuaciones en el valor neto de los inventarios (valorados al coste) son compatibles con un ingreso estable sólo si se acompañan de cambios iguales y opuestos en el valor de los artículos de consumo e inversión terminados y vendidos. Es posible, naturalmente, que los inventarios varíen en tal forma que reduzcan las variaciones de los ingresos monetarios. Cuando baja el valor de los bienes acabados y vendidos, los empresarios pueden aumentar sus existencias y amortizar la baja. Y cuando sube el valor de los artículos terminados vendidos, los empresarios pueden aumentar sus existencias y retardar el alza. No obstante, por lo menos con igual frecuencia, los inventarios varían en tal forma que aumentan las variaciones de los ingresos atribuibles a las fluctuaciones en los gastos monetarios para artículos terminados.

cio medio por unidad será de $1, y continuará a ese nivel si la producción es constante. Este precio es lo suficientemente alto para cubrir los costes de la producción, si éstos permanecen regulados convenientemente, y aun deja a los empresarios utilidad suficiente para justificar el mantenimiento de una producción elevada. Pero si la producción sobrepasa las 100 unidades por período mientras el nivel de gastos permanece inalterado, el precio medio por unidad bajará. El que un descenso semejante de precios conduzca o no a que los empresarios no puedan emplear todos los factores disponibles de la producción, depende de que los costes de producción se ajusten o no de tal manera que resguarden las utilidades previstas de los empresarios. Si esta mayor capacidad de producción tiene su origen exclusivamente en nuevos inventos y mejores métodos de organización y administración que aumenten la producción media por unidad de trabajo y capital, no tendrá que presentarse ninguna dificultad; si el tipo de remuneración de los factores de la producción no sube, podrá producirse un volumen mayor al mismo coste total que anteriormente, de modo que el volumen de las utilidades de los empresarios no tendrá necesidad de disminuir a pesar de la disminución en el precio medio por unidad. La baja del precio por unidad está neutralizada por su nuevo coste reducido. Si, a pesar de ello, el aumento de la capacidad de producción del sistema económico puede atribuirse no a una mayor productividad media de los factores de la producción, sino más bien a un aumento en la oferta de esos factores, el empleo total podrá ser mantenido sola-

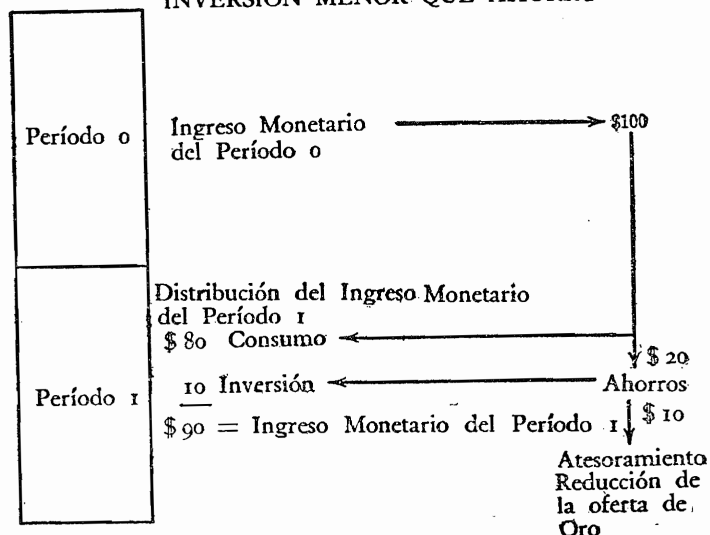
mente por: *a)* un ajuste que rebaje lo suficiente la remuneración de los factores de la producción a costes más bajos por unidad y que proteja las utilidades de los empresarios, o *b)* una expansión suficiente de gastos monetarios, efectuada por métodos que se describirán más tarde, para neutralizar el aumento de los costes totales, o *c)* una combinación de *(a)* y *(b)*. En un sistema económico en el que la remuneración a los factores productivos se rebaje sólo con lentitud, el ajuste se podrá hacer probablemente con menor fricción por medio de *(b)*. La conclusión general será, pues, que el equilibrio económico, en condiciones de empleo total, puede alcanzarse con gastos monetarios en la producción que continúen a un nivel fijo si el volumen de la producción es constante o aumenta sólo a consecuencia de una mayor productividad de los factores existentes. Pero en un sistema económico en el que las rebajas de las remuneraciones se efectúan solamente con grandes dificultades, conviene por lo general aumentar la demanda monetaria de producción, a fin de absorber dentro del proceso económico mayores ofertas de trabajo y de capital.

La contracción de los ingresos monetarios.—Los ingresos monetarios disminuirán de período en período mientras la inversión en cada uno sea menor que los ahorros procedentes del período anterior. Y la inversión puede descender por debajo de los ahorros, bien a causa de una reducción neta de la oferta de dinero, bien a causa del "atesoramiento". Los ahorros se "atesoran" si se mantienen en saldos monetarios por un tiempo suficiente para impedir que puedan reincorporarse a los ingresos de dinero en el período en que han sido ahorrados. De hecho, el atesora-

miento es lo mismo que una reducción de la velocidad-circuito del dinero. La forma en que la inversión queda por debajo de los ahorros debido a la destrucción y atesoramiento de dinero se explica mejor por el tipo de análisis utilizado en el caso precedente. Irrumpimos de nuevo en el proceso económico en el período 0, en el que los ingresos monetarios son de $100.

Cuando los $100 del ingreso del período 0 quedan disponibles en el período 1, una parte —supongamos otra vez $80— se gasta en consumo. Lo restante, o sea $20, se ahorra. Aunque todos los ahorros pueden invertirse, como quedó demostrado en el caso anterior, está claro que esto no tiene que suceder necesariamente, puesto que pueden emplearse de otras maneras. Puede emplearse una parte para reducir la oferta de dinero, desapareciendo con ello del sistema económico. Esto ocurre en la mayoría de los casos a través de los bancos. Los mismos ahorradores pueden utilizar una parte de sus ahorros para cancelar préstamos bancarios, y los bancos, al permitir que disminuya el volumen total de su crédito, dejan que los ahorros de dinero se desvanezcan en el aire. Las mismas consecuencias se dan si los empresarios o el gobierno toman prestados los ahorros de la comunidad y los utilizan para reducir los préstamos bancarios, o si los ahorradores y las personas o instituciones a quienes se transfieren los préstamos utilizan éstos para comprar de los bancos valores u otros bienes de inversión que los bancos no reemplazan. Los ahorros pueden también desaparecer de una economía nacional si se utilizan para financiar una exportación neta de dinero a otros países,

CONTRACCION DEL INGRESO MONETARIO
INVERSION MENOR QUE AHORRO



o, en casos muy poco frecuentes, si son utilizados por el gobierno para retirar emisiones de dinero.

Pueden también embotellarse los ahorros e impedir su inversión por medio de un atesoramiento neto, ya sea por parte de los mismos ahorradores o por otras personas. Un ahorrador puede sencillamente incorporar algunos de sus ahorros actuales a sus saldos monetarios en forma de efectivo o depósitos a la vista, y mantenerlos hasta un período posterior. Puede emplear una parte de sus ahorros para cancelar préstamos de personas o instituciones que no sean bancos, quienes, a su vez, reservan el dinero en lugar de gastarlo para consumo o de permitir que se invierta. Puede emplear cierta cantidad para comprar valores viejos u otras inversiones viejas a vendedores

que atesoren los ahorros que de este modo se les transfieren. Puede confiarlos a instituciones financieras que no sean bancos, que atesoran los fondos para aumentar su liquidez. Y aun si los ahorros llegan a manos de empresas comerciales e industriales, haciendo caso omiso de lo que destinan a depreciación y desgaste, la retención de utilidades o la venta de valores a la comunidad, pueden continuar empleándose no para inversiones, sino para engrosar los saldos monetarios que posean.

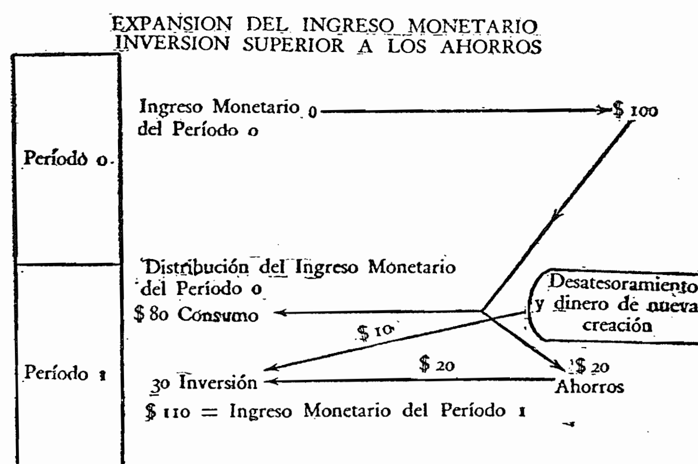
El valor de la producción terminada ya vendida durante cualquier período quedará por bajo de los ingresos monetarios del período precedente por un margen igual al volumen neto de ahorros utilizados no para inversión, sino en atesoramiento y para reducir la oferta de dinero. Por ejemplo, si $5 de los $20 de ahorros de los ingresos del período cero se emplean en atesoramiento y para reducir la oferta de dinero, solamente quedarán disponibles $15 para la compra de artículos de inversión recién terminados, y el valor total de los artículos terminados de consumo e inversión vendidos será sólo de $95. El ingreso monetario del período 1 quedará reducido igualmente a $95 a menos que los empresarios añadan $5 al valor neto de sus inventarios no vendidos. Y en lugar de sostener los ingresos hinchando sus inventarios, los empresarios pueden perfectamente reducir los ingresos más todavía, efectuando una reducción neta de sus existencias. Esto tiene probabilidades de ocurrir cuando preven que la demanda monetaria de artículos terminados ha de continuar al nuevo nivel más bajo, y particularmente cuando se supone que la demanda ha de bajar

más todavía. Si los empresarios hicieran una reducción neta de $5 en sus inventarios, añadiendo esa suma de sus ingresos de dinero a sus atesoramientos o utilizándola para reducir la oferta de dinero mejor que para reponer los artículos vendidos, la inversión en el período 1 sería únicamente de $10, y los ingresos monetarios del período, nada más que $90. El descenso de $10 de los ingresos por debajo del nivel del período o representa el exceso de ahorro sobre inversión, y este exceso da la medida de la suma neta total de ahorros atesorados o utilizados para reducir la oferta de dinero.

El principio general ilustrado por este caso es que los ingresos monetarios disminuirán de período en período siempre que el ahorro supere a la inversión. Tales disminuciones no pueden por menos de ser desastrosas en un sistema económico capitalista en el que artículos y servicios se producen para ser vendidos en el mercado. El ingreso real o material disminuye por lo común menos que el ingreso de dinero y el valor en dinero de la producción, pues hasta cierto grado los empresarios hacen bajar los precios y mantienen la producción. Pero en un sistema económico en el que la mayoría de los costes sólo puede reducirse lentamente y con dificultad, y en el que algunos empresarios se niegan a reducir precios, indiferentes a las disminuciones de los costes, una gran parte de la disminución de la demanda de dinero se manifiesta en reducción de empleo, menor producción e ingreso real disminuído. Esta era la situación, absolutamente irrazonable, que los disidentes tenían presente y que los economistas clásicos olvidaban en gran parte. Mientras

hay gente que pasa verdaderas necesidades y muchos sufren penosamente por carecer de medios y de lo más esencial para la vida, hay capacidades productivas suficientes para satisfacer esas necesidades que están inactivas a causa no más de una "demanda" inadecuada. De esta manera, el ahorro —el simple hecho de no gastar para consumo— no tiene que aumentar necesaria y automáticamente la oferta de capital y acrecentar la productividad del sistema económico. Cuando no logra materializarse en inversión, aminora la actividad comercial, conduce al desempleo de capacidades productivas más bien que a su empleo en la creación de capital fijo, y a menudo a un verdadero deterioro del capital. Este contraste entre la economía del sistema en su conjunto y la economía de la empresa individual resalta más en el caso de lo que se destina a depreciación y desgaste. Un empresario individual cree que con la misma seguridad conservará su "capital" intacto mediante un atesoramiento del dinero que destinaba a la depreciación y desgaste, o su utilización para retirar préstamos bancarios, que lo conservaría reparando o renovando maquinaria. Pero desde el punto de vista social, el "capital" no está siendo conservado; el atesoramiento o la destrucción del dinero no pinta edificios, ni repara maquinaria gastada, ni renueva el material anticuado. Por paradójico que parezca, el medio más rápido de que todo el mundo se empobrezca es el de no querer gastar el dinero. La única manera de que el ahorro sea a la vez "una virtud individual y un bien para la comunidad" es que vaya acompañado de inversión.

La expansión de los ingresos monetarios.—Los ingresos monetarios pueden experimentar una expansión de período en período por una razón que es precisamente la contraria de la que ocasionaba su contracción —un exceso de inversión en cualquier período sobre los ahorros procedentes de los ingresos del período anterior—.



Una inversión puede superar a los ahorros ya a causa de un aumento neto en la oferta de dinero, ya a causa de un desatesoramiento. Esto es lo opuesto al atesoramiento. Ocurre cuando los miembros de la comunidad, inclusive los empresarios, sacan de los saldos monetarios que tenían al principio del período, para gastar en consumo e inversión, una suma mayor que sus ingresos monetarios del período precedente. De hecho, el desatesoramiento es lo mismo que un aumento en la velocidad-circuito del dinero. El proceso de expansión se explica mejor por el tipo de análisis usado en los dos casos precedentes.

Cuando los $100 de los ingresos del período o quedan disponibles en el período 1, una parte de estos ingresos —supongamos de nuevo $80— se emplea para consumo, y el resto se ahorra. Pero aunque sólo se ahorran $20, se gastan $25 en bienes nuevos de inversión, de modo que el total de gastos en artículos terminados de consumo e inversión es de $105. ¿De dónde salen los $5 adicionales? Una parte o la totalidad de ellos puede provenir de un aumento en la oferta de dinero, que puede efectuarse de una o varias maneras. Quizá haya importaciones netas de dinero del extranjero. El Gobierno o el banco central pueden emitir billetes adicionales o poner en circulación nuevas monedas. Más a menudo, sin embargo, los aumentos considerables en la oferta de dinero han de atribuirse a la acción de los bancos. Ampliando sus préstamos o comprando valores, pueden poner en manos de la comunidad dinero nuevo que se gasta algunas veces para consumo, pero con mucha más frecuencia en inversiones.

Los gastos adicionales, sin embargo, pueden resultar del desatesoramiento. Los particulares pueden disminuir sus saldos monetarios para comprar nuevos artículos de consumo, o para dejar su dinero disponible para la inversión. Las instituciones financieras tales como sociedades de inversión, empresas de seguros y bancos de ahorros, pueden igualmente desatesorar al darse cuenta de que los precios de los valores no tienen probabilidades de bajar y que pueden subir, de modo que será buena política de negocios mantener una mayor proporción de bienes de inversión que producen ingresos

y una menor proporción de dinero estéril. Las empresas industriales y comerciales pueden sacrificar su liquidez con objeto de comprar artículos terminados de inversión. El desatesoramiento, especialmente si se lleva a cabo por instituciones financieras, empresas industriales y comerciales, y capitalistas, es una fuente muy rica de gastos adicionales al final de largas y serias depresiones en las que el atesoramiento ha alcanzado grandes proporciones.

Si los gastos en artículos recién terminados de inversión exceden en $5 a los ahorros procedentes de los ingresos del período anterior, el valor total de los bienes de consumo e inversión terminados y vendidos durante el período 1 será de $105, y los ingresos monetarios de este período alcanzarán la misma cantidad si no hay una reducción neta de las existencias no vendidas de los empresarios. Y éstos pueden aumentar los ingresos de dinero todavía más, si aumentan sus existencias. Esto tiene probabilidad de suceder si se espera que la demanda monetaria para producción terminada continúe manteniéndose al nuevo nivel más alto, y particularmente si se espera que siga subiendo. Si los empresarios, como grupo, hicieran un aumento neto de $ 5 a sus existencias no vendidas, y pueden hacerlo solamente por desatesoramiento o utilizando dinero nuevo para acrecentar los pagos de sus costes, la inversión durante el período 1 sería de $ 30, y los ingresos llegarían a $ 110, o sea $ 10 por encima del período precedente. El aumento en los ingresos monetarios da la medida del exceso de la inversión sobre el ahorro procedente de los ingresos del período anterior,

y el exceso representa el desatesoramiento más el aumento netos en la oferta de dinero. Esta expansión de los ingresos monetarios continuará de período en período mientras la inversión supere al ahorro.

Se observará que esta exposición se refiere al funcionamiento de los ingresos monetarios ¿cómo respondería el ingreso real, bajo esas condiciones? Como reacción contra el viejo énfasis mercantilista sobre la importancia del dinero y la conveniencia de aumentar la existencia de dinero de la nación, los economistas han insistido en afirmar que la riqueza nacional consiste, no en el dinero, sino en artículos reales, y que el nivel de vida en cada país depende no de la magnitud de las corrientes de dinero, sino del volumen de artículos reales y servicios producidos cada año por el sistema económico. Y, como corolario de esto, han sostenido que la mejora de los niveles económicos nacionales puede alcanzarse sólo por una mayor productividad del sistema económico; no puede obtenerse con una simple multiplicación de títulos monetarios. Estas manifestaciones encierran elementos substanciales de verdad y sus autores han prestado un valioso servicio al exponer los errores de tantos proyectos de inflación para enriquecerse con rapidez. Cuando el sistema económico está ya operado tan cerca de su capacidad máxima como le es posible, y empleando virtualmente todo el trabajo y otras facilidades de producción disponibles, ni siquiera una expansión de gastos muy grande —atribuible al desatesoramiento o a un aumento en la oferta de dinero— puede aumentar la producción real de manera considerable;

ocasionaría simplemente que los precios fuesen más altos. En tales ocasiones, los aumentos considerables en la producción real pueden obtenerse sólo al aumentar la oferta de trabajo, capital o recursos naturales, por adelantos técnicos o por mejores métodos de organización y administración. Apenas puede esperarse que el aumento de los gastos cumpla tales fines.

No debe deducirse, sin embargo, que una expansión de las corrientes de dinero no haya de poder aumentar nunca la producción real o la riqueza efectiva de una nación. Si los gastos en consumo e inversión aumentan durante un momento de considerable desempleo, es casi seguro que el resultado será un aumento del empleo y una expansión del ingreso real de la comunidad. En tales ocasiones el problema económico más apremiante no es el de ampliar las potencialidades de producción, sino más bien el de utilizar más totalmente las facilidades productivas ya disponibles. El aumento de las corrientes de dinero, si puede provocarse, es capaz de realizar este propósito.

El "Multiplicador" y el "Efecto Multiplicador"

Hemos visto que el comportamiento de los ingresos monetarios de un período a otro depende de las relaciones entre ahorro e inversión. Si la inversión en un período es exactamente igual a los ahorros del período precedente, los ingresos monetarios continuarán al nivel primitivo. Si la inversión es menor que los ahorros, los ingresos del período disminuirán en una cantidad co-

rrespondiente. Si la inversión es mayor que el ahorro, los ingresos aumentarán en una cantidad correspondiente. Debemos hacer hincapié en que este análisis se refiere a cambios entre un período y el siguiente, empleando el término "período" en el sentido que antes dijimos. Recientemente, sin embargo, los economistas han dedicado mucha atención a los efectos que una desviación original de la inversión con respecto a los ahorros produce en los ingresos monetarios totales sobre una duración de tiempo que contenga no uno, sino varios períodos. Este interés ha crecido grandemente debido a los intentos por parte de varios gobiernos de originar una recuperación general de los negocios por medio de políticas de lo que se ha denominado popularmente en los Estados Unidos de América "fomento monetario" *(pump-priming)*, que usualmente toma forma de programas de obras públicas o subsidios al desempleo. Sin embargo, antes de ocuparnos específicamente de estas políticas, debemos investigar lo que Keynes y algunos otros han llamado el "Multiplicador" y el "Efecto Multiplicador".

Estos economistas han señalado que una discrepancia original entre la inversión de un período y los ahorros del período precedente puede, sobre duración de tiempo que contenga más de un período, originar un cambio total en los ingresos monetarios igual a varias veces la discrepancia original. Un exceso original de la inversión sobre el ahorro puede, en una mayor duración de tiempo, aumentar los ingresos monetarios en varias veces el exceso original, lo mismo que una deficiencia original de la inversión en relación con el ahorro puede

durante el mismo intervalo, disminuir los ingresos en un múltiplo de la deficiencia original. Esto es lo que se llama "Efecto Multiplicador", y su magnitud en relación a la discrepancia original se llama "Multiplicador".

El principio general del multiplicador puede verse utilizando los tres casos ya desarrollados juntamente con una presunción muy simplificada que abandonaremos más tarde cuando lleguemos a aplicar el análisis del multiplicador al "fomento monetario" de la actividad. Esta presunción es que si la inversión se desvía en algo del ahorro lo hace sólo durante el primer período, de modo que en los períodos siguientes aquí considerados la inversión iguala exactamente al ahorro, y los ingresos monetarios se mantienen al mismo nivel del período 1.

TABLA IV

El "multiplicador" y el ingreso monetario

	Caso I	*Caso II*	*Caso III*
Período 1	$100	$ 90	$110
Período 2	100	90	110
Período 3	100	90	110
Período 4	100	90	110
Período 5	100	90	110
Total en los 5 períodos	$500	$450	$550

Aunque el primer caso no incluye el multiplicador, se describirá en la intención de asegurar una especie de pauta para comparar los dos casos siguientes. Se recordará que en el 1 se suponía que la inversión en el período 1 era igual al ahorro procedente de los ingresos del período anterior, de modo que los ingresos del período continuaban siendo $ 100. Si persiste esta condición, los

ingresos monetarios totales de los cinco períodos en cuestión serán de $500. En el caso II, sin embargo, supusimos que en el período I la inversión era inferior en $10 al ahorro procedente de los ingresos del período anterior, de modo que los ingresos se reducían a $90. Si, después de este descenso original, los ingresos monetarios continúan de período en período sin otra alteración, es decir, si en cada período siguiente la inversión es exactamente igual al ahorro, el total de los ingresos de los cinco períodos no será de $500, sino de $450. La deficiencia original de $10 de la inversión con respecto al ahorro ha llevado a una disminución de $50 en el total de los ingresos monetarios en los cinco períodos tomados en conjunto. El multiplicador para esta extensión de tiempo es cinco.

El caso III puede emplearse para mostrar el efecto multiplicador de un exceso original de la inversión sobre el ahorro. En este caso suponemos que la inversión en el período I supera al ahorro procedente de los ingresos del período anterior en $10, de modo que los ingresos monetarios del período aumentan a $110. Si los ingresos continúan a este nuevo nivel, su total para los cinco períodos será de $550. El exceso original de $10 de la inversión sobre los ahorros llevará a un aumento de $50 en los ingresos monetarios durante la extensión de tiempo consideraba. El multiplicador para esta extensión de tiempo es cinco. Si cada período es un quinto de año —esto es, si la velocidad-circuito del dinero es 5—, los ingresos nacionales de dinero durante el año aumentan

en cinco veces el exceso original de la inversión sobre los ahorros.

Debe estar claro tras la precedente exposición del efecto multiplicador, porqué puede esperarse que una política gubernamental de fomento monetario artificial aumente los ingresos monetarios de la nación, y porqué la expansión resultante del dividendo nacional puede ser varias veces tan grande como la cantidad gastada originalmente. Para que tenga lugar el fomento artificial, no obstante, los gastos del gobierno deben representar dinero que hubiera sido de otra manera atesorado o que no hubiera existido en absoluto No se produce ningún aumento neto a los ingresos monetarios si los gastos del gobierno desplazan sencillamente los ahorros privados. Los fondos utilizados para el fomento monetario pueden proceder de impuestos, préstamos o de la emisión de dinero por parte de la autoridad monetaria. Parece probable que los préstamos hayan de dificultar menos el ahorro particular que los impuestos, y que los préstamos de dinero recién creado de los bancos (suponiendo que los bancos mantengan reservas adecuadas) o la emisión de dinero nuevo por la autoridad monetaria misma habrá de chocar menos con los gastos privados de lo que chocaría el préstamo de dinero ya en manos de la comunidad. Los fondos recogidos por estos métodos pueden ser incorporados a los ingresos monetarios de dos maneras generales: *1)* por subsidios al desempleo y *2)* por gastos en obras póblicas. Si los fondos se pagan directamente como subsidios a los desocupados, quienes los reciben tienen ingresos adicio-

nales de dinero que pueden gastar pasándolo a otros, que a su vez tienen más ingresos de dinero para gastar pasándolos a otros más, y así sucesivamente. Si los fondos se gastan en la construcción de obras públicas, una parte de ellos va directamente a los obreros, como ingresos, y una parte a los empresarios, para materiales. Esto aumenta directamente lo que reciben los empresarios y los estimula a pagar ingresos adicionales de dinero a los factores de la producción. Aquí nuevamente una expansión de los gastos del gobierno puede originar una expansión múltiple de los ingresos monetarios. Si suponemos de nuevo que la expansión inicial de los ingresos monetarios no ocasiona un atesoramiento ulterior o una destrucción de dinero de período en período, y que un período es una quinta parte de año, sacaremos la conclusión de que una suma original de Dls. 1,000 millones de fomento monetario puede aumentar los ingresos nacionales de dinero en Dls. 5,000 millones al año.

A causa de este efecto multiplicador, algunos economistas han insistido recientemente en que los gastos del gobierno durante una depresión pueden, si ocasionan un aumento neto en los ingresos de dinero, aumentar grandemente el ingreso real de la nación, aun si los fines originales de los gastos son en sí mismos de escaso o ningún valor social. El despilfarro más puro en subsidios al desempleo, tal como utilizar un grupo de desempleados para hacer agujeros que luego han de llenar otros desocupados, puede originar una gran expansión del ingreso real de la nación ampliando la

demanda monetaria de los productos de la empresa privada. Sin embargo, apenas hace falta añadir que recurrir a tan inútiles medidas no ha de justificarse donde hay por hacer tantas otras cosas útiles en sí mismas y para las que los gastos ejercen un efecto multiplicador igualmente grande.

La magnitud del multiplicador.—Hasta este punto, nuestro estudio del multiplicador ha dado por supuesto que el aumento o disminución netos originales en los ingresos monetarios no conducían a un atesoramiento o desatesoramiento ulteriores o a una alteración nueva en la oferta de dinero, o que si sucedía alguno de estos fenómenos, eran de tal naturaleza que se neutralizaban recíprocamente. Si prevalece esta condición y los ingresos de dinero continúan en el nuevo nivel de período en período, la magnitud del multiplicador para cualquier extensión dada de tiempo, tal como un año, dependerá de la extensión del período. Si el período es de dos meses, el multiplicador es tres. En la terminología del método de ingresos de la teoría cuantitativa expuesto en el capítulo III, la magnitud del multiplicador dependerá, supuestas estas condiciones, de la velocidad-circuito del dinero. No obstante, es evidente que esta suposición no se acomodará con frecuencia a los hechos. Es muy poco probable que tengan lugar una expansión o una contracción originales de los ingresos monetarios sin sus efectos sobre el atesoramiento y desatesoramiento y sobre el comportamiento de la oferta de dinero.

El incremento original en el ingreso de dinero puede emplearse en parte de período en período para atesorar

o conseguir una reducción de la cantidad de dinero. Si sucede esto, el efecto multiplicador será menor de lo que habíamos indicado; el aumento se irá esfumando gradualmente y quizá desaparecerá al cabo del tiempo. Estas "filtraciones" pueden ocurrir de varias maneras. Puede gastarse el dinero en artículos importados y no volver como demanda de exportaciones. Quienes reciben los ingresos pueden no gastar toda la cantidad en consumo e inversión, sino por el contrario utilizar alguna parte para atesorar o saldar deudas con los bancos, que permiten la disminución de la cantidad de dinero, o para pagar a otros acreedores que lo atesorarán. Además, el aumento original en los ingresos monetarios, en especial si está ocasionado por gastos del gobierno, puede no lograr persuadir a los empresarios particulares a que empleen todos los ahorros disponibles para inversión. Se dan varias razones para esto. Los gastos oficiales en materiales y trabajo pueden hacer subir los costes de construcción tanto como para no hacer costeables algunos proyectos particulares que se realizarían de otro modo. La solicitud de préstamos por parte del gobierno puede, si no se acompaña de una política de créditos lo suficientemente liberal de parte de la autoridad monetaria, aumentar las tasas de interés y de esta manera desanimar la inversión particular. Las operaciones oficiales pueden también herir la "confianza" de los empresarios, levantando animosidad o temores de "socialización" o inflación incontrolada. Y la falta frecuente de justificación de tales reacciones no reduce de nin-

guna manera sus efectos desalentadores sobre la inversión.[11]

Si por una cualquiera o más de una de las razones antedichas el aumento original en los ingresos monetarios conduce al atesoramiento o a una reducción de la oferta de dinero, el efecto multiplicador se debilitará. Esto se demuestra en el cuadro adjunto, que se basa en el supuesto de que los ingresos monetarios habían aumentado en $10 del período o al período 1, y que con ello un tercio del aumento restante quedaba absorbido cada vez que pasaba de período a período. Por este cuadro se ve claramente que, siendo absorbido el aumento original del ingreso de dinero, los efectos generadores menguan

TABLA V

Período	*Ingreso Monetario*	*Volumen del aumento original absorbido por el atesoramiento o por una baja en la oferta de dinero durante el período*
1	dól. 110	dól. .....
2	106 2/3	3 1/3
3	104 4/9	2 2/9
4	103	1 4/9
5	102	1
6	101 1/3	2/3

de período en período, y finalmente desaparecen. El fomento monetario artificial puede aún tener valor, incluso si tiene lugar esta absorción, porque los ingresos totales de dinero pueden todavía aumentarse en un múltiplo del incremento original. No obstante, es posible

[11] Este párrafo se basa en J. M. KEYNES, *The General Theory of Employment, Interest and Money,* Nueva York, 1936, pp. 119-120, y J. M. CLARK, *The Economics of Planning Public Works,* Washington, 1935, pp. 80-112.

que los gastos del gobierno hieran la "confianza" y desanimen las inversiones particulares a tal grado que el fomento artificial en realidad disminuya los ingresos de dinero.

Pero si el efecto multiplicador de los gastos gubernamentales puede ser disminuído porque no todos los ahorros se dediquen a la inversión, también puede ser aumentado si el aumento original de gastos ocasiona el desatesoramiento y un aumento en la oferta de dinero. Y esto tiene probabilidades de suceder si los miembros de la comunidad creen que la política de fomento artificial detendrá la fase descendente del ciclo económico y ocasionará una recuperación. Quienes reciben los ingresos monetarios, previéndolos más firmes y tal vez más amplios, pueden no sólo gastar todos sus ingresos así aumentados, sino también desatesorar o incluso contraer deudas para financiar el consumo o dejar fondos disponibles para la inversión. Los bancos y otras instituciones financieras, compartiendo las perspectivas más optimistas, pueden estar más dispuestos a dejar fondos libres para inversión. Y los empresarios, al recibir mayores cantidades por su producción y al creer que el proceso de contracción está llegando a su término, y que una expansión es ya inminente, pueden apresurarse a acelerar la inversión. Pueden emprenderse ya reparaciones y gastos de mantenimiento que se habían abandonado durante la depresión. Puede reemplazarse maquinaria anticuada por modelos mejores, y pueden hacerse aumentos netos al capital fijo para hacer frente al aumento previsto en la demanda de producción. Así

el fomento artificial, si ocasiona una reacción favorable de parte de la comunidad, puede desatar grandes gastos particulares adicionales en cada período, para consumo y particularmente para inversión, de tal manera que el multiplicador será muy grande.

Como la magnitud del multiplicador depende en tan alto grado de sus efectos sobre el estado de previsiones de la comunidad, no puede predecirse de antemano con grandes probabilidades de acierto.

CAPITULO VII

EL PUNTO DE VISTA DE INGRESOS Y GASTOS Y EL CICLO ECONOMICO

Introducción

En el capítulo precedente describimos la naturaleza de los ingresos monetarios y apuntamos el proceso por el cual fluctúan. Vimos que los ingresos monetarios durante cualquier período están constituídos por los gastos de consumo e inversión, y que varían de período en período con el total de estos gastos. También vimos que el funcionamiento de los gastos, a su vez, dependía de la relación existente entre ahorro e inversión. Mientras éstos son iguales, los ingresos monetarios continúan a un nivel estable. Cuando el ahorro excede a la inversión, los ingresos disminuyen en una cantidad igual a la diferencia, y siguen disminuyendo mientras el ahorro continúa siendo mayor. Cuando la inversión supera al ahorro, los ingresos aumentan en una cantidad igual a la diferencia, y continúan aumentando mientras la inversión sea mayor. Pero ¿por qué funcionan esas diferencias de tal manera como para ocasionar esa serie de oscilaciones acumulativas que constituye lo que hemos venido a llamar "el ciclo económico"? Este capítulo tiene por objeto esbozar una contestación a esta pregunta.

La Tasa de Interés como Niveladora del Ahorro y la Inversión

Ya hemos visto que un principio fundamental de la teoría económica clásica es el de que el ahorro y la inversión son siempre iguales, sin tener en cuenta la proporción de ingreso que se ahorra, y que este ajuste se efectúa cuando existe empleo completo de los factores productivos. Según este tipo de teoría, el ahorro y la

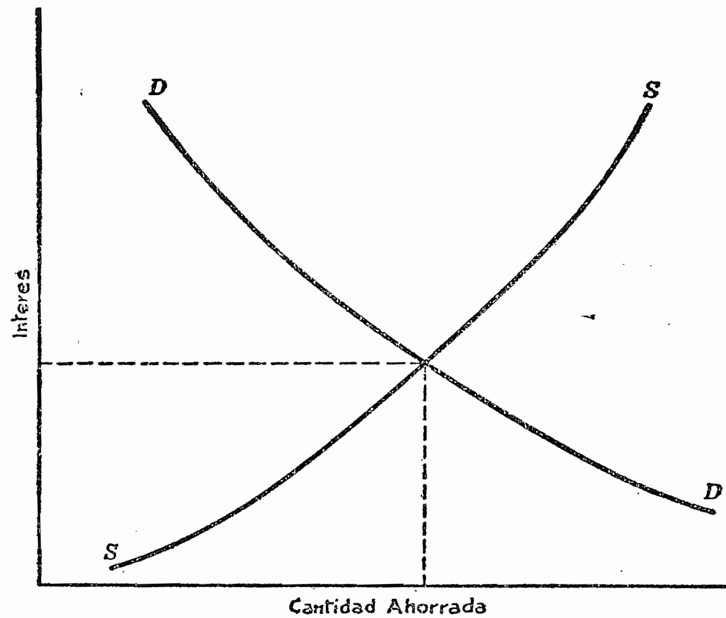


FIGURA I

inversión se mantienen en equilibrio por ajustes adecuados de la tasa de interés de mercado, que no es más que otro nombre para denominar el precio de los ahorros.

La explicación que se ofrece para apoyar esta afirmación es la tan conocida de la oferta y la demanda. Se supone que la cantidad que los miembros de la comunidad ahorrarán de sus ingresos, dada una serie de condiciones, varía en razón directa, aunque no necesariamente proporcional, de la tasa de interés obtenible; en cualquier momento dado se ahorrará más con tasas de interés elevadas que con tasas bajas. Además, y esto es una parte esencial

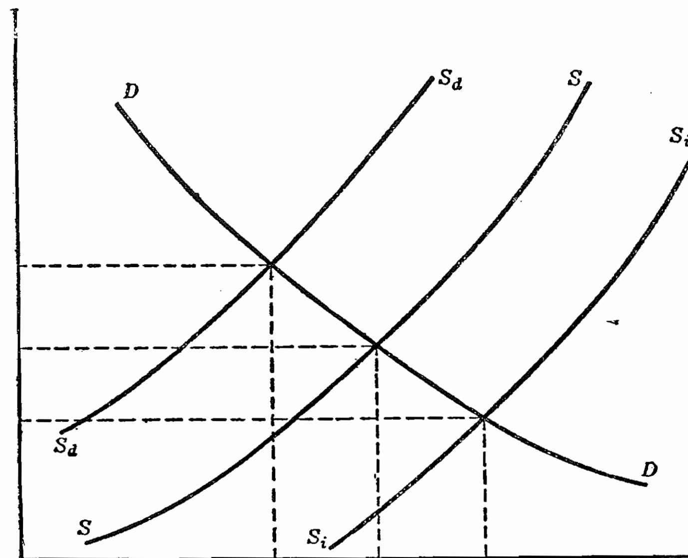


FIGURA 2

de la teoría, la cuantía de los ahorros realizados y la de los fondos invertibles ofrecidos en el mercado son siempre iguales. Esta afirmación se basa en las suposiciones de que ninguna clase de ahorro efectuado se mantiene

fuera del mercado y que el ahorro representa la única fuente de fondos invertibles. En cualquier momento dado, por lo tanto, existe una tabla de oferta de ahorros o de fondos invertibles, tal como la indicada por la curva *SS* en la figura 1.

También existe en cualquier momento dado una tabla de demanda de fondos invertibles, representando las cantidades que se tomarán a distintas tasas de interés.

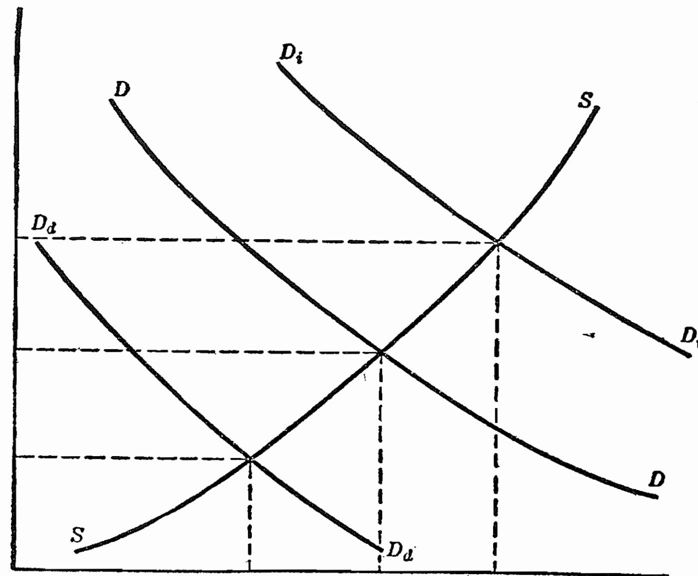


FIGURA 3

Tal tabla está representada por la curva *D D* en la figura 1. Se advertirá que la cantidad tomada aumenta al disminuir la tasa de interés. Esto se debe al hecho de que la demanda de fondos invertibles se basa en la cuantía

de utilidades previstas sobre la inversión y que la inversión está sujeta a la ley del rendimiento decreciente. Merecerán hacerse algunas inversiones aun a tasas de interés muy altas; otras llegan a ser costeables solamente cuando disminuye la tasa de interés.

Se mantuvo, por lo tanto, que la tasa de interés está determinada por las condiciones de la oferta y de la demanda de ahorros, y queda fija en aquel nivel que absorbe todo el mercado, o, en términos más actuales, que iguala justamente ahorro e inversión, con los factores productivos empleados en su totalidad. Esto puede denominarse la tasa-equilibrio de interés. Es evidente que habrá de variar con las condiciones de la oferta y la demanda. Un aumento o disminución en la tabla de la oferta de ahorros no acompañados por un alza o baja neutralizadoras en la demanda debe llevar a una mayor o menor tasa-equilibrio de interés. (La curva *SiSi* en la figura 2 representa una oferta aumentada, y la curva *SdSd* una oferta disminuída). Y un aumento o una disminución en la demanda de ahorros no acompañados por un alza o baja neutralizadoras en la oferta debe conducir a una mayor o menor tasa-equilibrio de interés. (La curva *DiDi* en la figura 3 representa una demanda aumentada, y la curva *DdDd* una demanda disminuída). La reacción de la tasa-equilibrio de interés que ocasionen las alteraciones simultáneas en la oferta y la demanda depende de la magnitud relativa de esas alteraciones. Los economistas clásicos creían que la tasa -equilibrio de interés había de ser siempre positiva, o por lo menos que había de ser positiva hasta que la oferta

de capital por persona fuera mucho mayor de lo que ha sido siempre. Sostenían que la tasa de interés no podía descender a cero o más abajo porque, al bajar, la cuantía de los ahorros hechos declinaría tan rápidamente y la cuantía pedida subiría tan de prisa que la demanda excedería a la oferta antes de que la tasa de interés se acercara al nivel de cero.

Funcionamiento inadecuado de las tasas de interés.— Ante la afirmación de los economistas clásicos de que los ajustes apropiados de la tasa (o tasas) de interés de mercado ocasionan que el ahorro y la inversión se mantengan siempre en equilibrio y que este ajuste se hace sin que decaiga el empleo total, no es sorprendente que quienes se ocupan de la teoría monetaria e insisten en que los ahorros y la inversión pueden ser por lo menos temporalmente desiguales y pueden ocasionar el desempleo, culpen de estas divergencias a un funcionamiento inadecuado de la tasa de interés de mercado. Sostienen que cuando ésta está "demasiado baja," la inversión se estimula indebidamente en relación con el ahorro, y esto origina una expansión de los ingresos monetarios que se detiene solamente cuando la tasa de mercado vuelve a estar de acuerdo con las utilidades previstas. Y cuando la tasa de interés de mercado está "demasiado alta", la inversión se debilita en relación con los ahorros y queda iniciada una contracción de los ingresos monetarios que se detiene solamente cuando la tasa de mercado vuelve a su relación anterior con las utilidades previstas.[1]

[1] Evidentemente es un exceso de simplificación hablar de "la"

Es evidente que la tasa de interés de mercado puede quedar alternativamente por encima o por debajo de la tasa adecuada o de equilibrio, ya porque la primera suba y baje más de prisa que la última, o porque suba y baje más despacio que ésta. Indudablemente hay casos en los que la divergencia puede atribuirse a un movimiento más rápido de la tasa de mercado; algunos de estos casos se expondrán más adelante. Sin embargo, mucho más a menudo las discrepancias surgen de la lentitud de reacción de la tasa de mercado en relación con la tasa de equilibrio. Esto es particularmente cierto en períodos cíclicos de expansión y contracción de los negocios. Durante la expansión, cuando las mayores perspectivas de utilidades aumentan grandemente la demanda de fondos invertibles y la tasa-equilibrio de interés, la tasa de interés de mercado aumenta, pero más despacio, de modo que queda demasiado baja con relación a la tasa-equilibrio. Y durante la depresión, cuando una sombría perspectiva de utilidades disminuye igualmente la demanda de fondos invertibles y la tasa-equilibrio de interés, la tasa de mercado baja, pero más despacio, de modo que se hace demasiado alta con relación a la tasa-equilibrio.

¿Por qué es tan lenta la reacción de las tasas de interés de mercado? ¿Cuál es la falla en el análisis que nos ofrecían los economistas clásicos? El error fun-

tasa de interés de mercado cuando en realidad hay muchas tasas de interés en éste. Sin embargo, no se anula la validez del argumento en el texto por esta simplificación, porque las divergencias citadas surgen de los ajustes inapropiados de la compleja estructura de las tasas de interés, entre las que las tasas a largo plazo son las más significativas tanto como las más lentas en su ajuste.

damental en esta rama de la teoría clásica está en la creencia infundada de que "ahorros" y "oferta de fondos invertibles ofrecida en el mercado" son términos intercambiables. Esta creencia errónea surge, a su vez, de dos suposiciones que carecen de fundamento: *1)* que todos los ahorros de la comunidad se ofrecen en el mercado por cualquiera que sea la tasa de interés; que aunque la proporción de ingresos que se ahorra varía con la tasa de interés obtenible, ninguno de los ahorros hechos en realidad se mantiene fuera de la inversión; y *2)* que los ahorros que se hacen son la única fuente de fondos invertibles; no pueden obtenerse fondos para este objeto en otra parte. Ya hemos descubierto que ninguna de estas suposiciones básicas está de acuerdo con los hechos. No es necesario que todos los ahorros se empleen en inversiones, puesto que puede disponerse de ellos de otras formas; pueden atesorarse, o pueden destruirse si se utilizan para reducir la oferta de dinero. Tampoco son los ahorros actuales la única fuente de fondos para la inversión; pueden engrosarse con fondos desatesorados por la comunidad o con fondos recién creados resultantes de un aumento en la oferta de dinero. Debido a estos hechos las tasas de interés de mercado pueden alejarse tánto de la tasa-equilibrio. A causa de que una parte de los ahorros puede atesorarse o puede desaparecer a través de una reducción de la oferta de dinero, la tasa de interés de mercado puede subir o bajar más despacio que la tasa-equilibrio. Y a causa de que los ahorros pueden sustituirse en el mercado por fondos procedentes del desatesoramiento o de un aumento

en la oferta de dinero, las tasas de interés de mercado pueden bajar más de prisa o subir más despacio que la tasa-equilibrio.

Pero ¿por qué ha de atesorar quienquiera que sea dinero estéril en lugar de prestarlo a cualquier tasa de interés positiva que pueda obtener en el mercado? La respuesta está en parte en el hecho de que la tasa de mercado no puede ser considerada como una ganancia segura. Una parte de ella debe cubrir los costes administrativos de hacer y controlar el préstamo, y otra parte debe cubrir el riesgo de pérdida del capital y del interés. Cuando la tasa de interés de mercado baja tanto que, en opinión de los prestadores potenciales, deja de cubrir esos costes, los fondos no se harán disponibles y el riesgo de pérdida parece que ha de ser estimado a un alto nivel en un período de contracción, con su incertidumbre, pesimismo y frecuentes faltas de pago de obligaciones de capital e interés. Un factor importante que tiende a aumentar la estimación del riesgo de pérdida sobre valores, y especialmente sobre valores a largo plazo, es el temor de que las tasas de interés suban en el futuro. Un aumento en la tasa de interés a largo plazo puede bajar el precio de un valor a largo plazo lo bastante como para cancelar los intereses de varios años. Por ejemplo, un valor de primera que vence dentro de 20 años con un valor a la par de $1,000 y que rinde un interés de $40 anuales, se venderá a la par cuando la tasa de interés aplicable a largo plazo sea del 4 por ciento, pero si la tasa de interés a largo plazo en el mercado aumenta al 5 por ciento, el precio del título bajará a $875. La

pérdida de $125 sobre el capital cancelará los intereses de más de tres años. Esta perspectiva de una elevación en las tasas de interés ejerce una fuerte influencia que conduce al atesoramiento de dinero antes que de valores en los períodos de depresión, porque en tales épocas mucha gente espera que la baja predominante de las tasas de interés haya de ser sólo temporal. Si el riesgo de pérdida en valores basta para hacer que mucha gente prefiera atesorar dinero, no ha de asombrarnos que muchos prefieran mantener dinero antes que acciones, sobre las que el riesgo es mucho mayor.

Las condiciones que originan el atesoramiento ayudan también a explicar porqué se suprimen los ahorros a causa de una disminución en la oferta de dinero. Cuando las tasas de interés quedan por bajo de una cantidad que cubra los costes previstos de la administración de préstamos, y el riesgo de pérdida, los banqueros encuentran que ya no vale la pena prestar tanto como antes. Los bancos pueden también sufrir una presión que les obligue a reducir sus préstamos e inversiones en la intención de cancelar préstamos del banco central, o ponerse en condiciones de mayor liquidez para poder afrontar pánicos existentes o por venir de parte de los depositarios, o para reparar una reserva deficiente originada por otras causas.

La Demanda de Bienes de Inversión

Antes de exponer los efectos del funcionamiento inadecuado de las tasas de interés durante períodos cíclicos de

expansión y contracción de negocios, es necesario analizar la naturaleza de la demanda de artículos de inversión y examinar los efectos ejercidos en ella por movimientos inadecuados de las tasas de interés de mercado.

La demanda de artículos de inversión está sujeta a grandes fluctuaciones.[2] Estas variaciones se derivan de los fines para que sirven esos artículos. Mientras los artículos de consumo son solicitados por la satisfacción directa que se obtiene de ellos, los artículos de inversión son solicitados por el rendimiento pecuniario que se ha de obtener de su almacenamiento o de su uso para la producción. Y la cantidad que un empresario ha de ofrecer por un artículo de inversión depende de *1)* su apreciación acerca del rendimiento pecuniario que le ha de dejar; *2)* el tiempo que ha de transcurrir antes de que se obtengan esos rendimientos y *3)* la tasa de interés a la que los rendimientos previstos se "descuentan". Mientras mayores sean los rendimientos previstos, más corto será el período de espera, y cuanto más baja la tasa de interés a la que los rendimientos previstos se descuenten, más ofrecerán los empresarios por un determinado artículo de inversión. Y, por el contrario, mientras menores sean los rendimientos previstos, más largo será el período de espera, y mientras más alta la tasa de interés, menos ofrecerán los empresarios por el artículo.

Hemos visto que la inversión en cualquier período es de dos tipos generales: *1)* inversión a corto plazo, en

2 "Demanda" se usa aquí en el sentido de una tabla de las cantidades que han de tomarse a cada precio de una serie de éstos.

forma de incrementos de los artículos en las distintas etapas de su proceso de fabricación, y de incrementos a las existencias de los empresarios de artículos terminados aún no vendidos, y *2)* inversión a largo plazo o fija, en forma de nuevos edificios, maquinaria, ferrocarriles y carreteras, y otros adelantos relativamente permanentes. Aunque la inversión a corto plazo no es sino una pequeña parte de la inversión total en cualquier período, será examinada primero.

Inversión a corto plazo.—Los empresarios aumentan sus propiedades o existencias de artículos terminados y de artículos en proceso de producción con vistas a venderlos en el futuro, y por lo común en un futuro relativamente próximo. Como consecuencia de esto, la cantidad que un empresario ofrecerá en el mercado por un artículo de este tipo o la que aumentará a sus costes en la intención de producirlo dentro de su propia empresa, depende del precio al que espera venderlo más tarde y del coste de almacenarlo hasta que se venda. El coste de almacenamiento depende, a su vez, de *1)* la extensión del tiempo durante el que ha de conservarse el artículo antes de su venta; *2)* la tasa de interés apropiada —la tasa a la que el empresario puede pedir prestado para sus fines si tiene necesidad de hacerlo o aquella a la que puede prestar a otros si dispone del dinero—; y *3)* la cuantía de otros costes de almacenamiento por unidad de tiempo. En cualquier momento, por lo tanto, la tabla de demanda del empresario de estos artículos se basa en sus previsiones en cuanto a los precios futuros y costes de almacenamiento. Pero esta demanda está sujeta a

amplias alteraciones. Puede aumentar por un mayor optimismo con respecto de los precios futuros o de la velocidad de ventas —por el nacimiento de una creencia, bien de que los precios van a subir más o bajar menos de lo que se esperaba de antemano, bien de que las ventas a un precio dado pueden hacerse antes de lo que se suponía—, o por una baja en los costes de almacenamiento. Por el contrario, la demanda puede disminuir por una mengua en el optimismo acerca de los precios futuros o de la velocidad de ventas o porque se prevea un alza de los costes de almacenamiento. La mayor parte de las agudas fluctuaciones en la demanda de artículos para existencias puede atribuirse a cambios en las previsiones acerca de futuros precios y velocidad de ventas, y a que los costes de almacenamiento sufren variaciones no tan violentas. Los costes de almacenaje por lo común sólo varían gradualmente, y las alteraciones en la tasa de interés dentro de su esfera de actividad normal no ejercen sino muy escaso efecto en el precio de demanda. Por ejemplo, un alza en la tasa de interés de un 4 a un 6 por ciento bajaría el precio ofrecido sólo en un 2 por ciento si se suponía que el artículo había de conservarse un año.

Inversión a largo plazo.—De mucha mayor importancia cuantitativa es la inversión a largo plazo. Los empresarios invierten en valores fijos, tales como edificios y maquinaria, con el fin de utilizarlos en la producción durante un largo período de tiempo. El rendimiento previsto no es un precio de venta de la mejora misma, como sucedía con las inversiones a corto plazo, sino una

serie de aumentos netos a los ingresos del empresario por el tiempo que dure la mejora. El capital fijo se valora en función de estos rendimientos previstos. Y el precio que un empresario ofrecerá por un artículo de esta clase depende de la cantidad que espere que le aumente a sus ingresos netos y de la tasa a la que descuente esos rendimientos previstos. La tasa de descuento es la tasa de mercado —la tasa a la que el empresario puede lograr fondos en el mercado si ha de financiar la inversión de esa manera, o a la que puede prestar en el mercado, si ya posee los fondos—.[3] El proceso de llegar a un precio de demanda de capital fijo descontando sus rendimientos netos previstos puede demostrarse por el sencillo ejemplo siguiente: supongamos que se prevé que el artículo de inversión de que se trate ha de aumentar a los rendimientos del empresario, después de separar una cantidad para depreciación y desuso, $50 por año a perpetuidad, y que la tasa de descuento es de 5 por ciento. En este caso, el comprador no ofrecerá más de $ 1000 (50/.05 = 1000) por el artículo. Pero el precio ofrecido por el artículo puede alterarse por cambios en los rendimientos previstos o en la tasa de interés de mercado, o por cambios desiguales en ambos. Si el rendimiento previsto hubiera de subir a $70 mientras la tasa de interés de mercado permaneciera en un 5 por ciento, el valor descontado del artículo subiría a $1400 (70/.05 = 1400). Pero el

[3] Un empresario tiene posibilidades, por supuesto, de tomar préstamos o prestar en el mercado a distintas tasas de interés, que dependen de la duración del préstamo, su riesgo, etc. La tasa que interesa aquí es la tasa a largo plazo aplicada a préstamos de vencimiento, riesgo y costes administrativos comparables.

valor descontado bajaría a $600 nada más si el rendimiento anual previsto bajara a $30 mientras la tasa de interés permaneciera en un 5 por ciento. El valor descontado puede alterarse también por cambios en la tasa de interés de mercado que no vayan acompañados por cambios proporcionales en los rendimientos previstos. Por ejemplo, si el rendimiento anual previsto permanece en $50, el valor descontado será de $1,250 si la tasa de interés es de un 4 por ciento (50/.04 = 1,250), y de $833 nada más si la tasa de interés es de un 6 por ciento (50/.06 = 833 +).

Este ejemplo se refiere, desde luego, al caso más sencillo, en el que se presume que los rendimientos previstos son perpetuos y uniformes. En la mayoría de los casos no se dá ninguna de estas dos condiciones. De cualquier modo, el principio sigue siendo el mismo aun si el cálculo real es más difícil. Un aumento o disminución en los rendimientos previstos que no vaya acompañado por un cambio neutralizador en las tasas de interés aumentará o disminuirá la tabla de demanda de artículos de inversión a largo plazo. Hemos de descubrir ahora lo que determina el comportamiento de estos rendimientos previstos de los artículos de inversión.

Previsiones acerca de los rendimientos a obtener de la inversión a largo plazo.—La cantidad neta que se espera que la instalación de un nuevo capital fijo aumente a los ingresos es una resultante de muchos factores, cada uno de los cuales está sujeto a amplias variaciones por el

tiempo que dure la mejora. Algunos de los más importantes están en la Tabla 6.

TABLA VI

Determinantes de la cuantía de los rendimientos que se esperan de inversiones en capital fijo.

I. La cantidad neta que se supone ha de aumentar a la producción material.
   1. Su capacidad.
   2. La constancia e intensidad de uso previstas.
II. El precio de venta previsto por unidad de producción.
III. Los costes previstos de explotación del capital fijo.
   1. Salarios, impuestos, etc.
   2. El ritmo de depreciación y desgaste.
IV. El estado existente de "psicología de negocios".
   1. "Superoptimismo".
   2. "Superpesimismo".

Un factor que afecta a las previsiones sobre la cantidad que un cierto capital fijo ha de aumentar a los ingresos netos es la cantidad que se supone ha de aumentar a la producción material. Esta varía con la capacidad del equipo que estamos considerando y con la constancia e intensidad previstas de su utilización. La importancia de la capacidad es evidente; siendo iguales otras cosas, un capital fijo capaz de una gran producción será valorado más alto que uno que tenga únicamente una capacidad pequeña. Pero son también importantes la frecuencia e intensidad de funcionamiento. Más de una mejora que se considera de valor cuando se espera que sea utilizada constantemente en toda su capacidad se valora a muy bajo precio cuando se espera que esté en uso sólo esporádicamente. Esto es

un hecho significativo en el ciclo económico. En períodos de prosperidad, cuando el capital durable existente está ya siendo utilizado con relativa intensidad, y cuando se espera que la demanda de producción continúe aumentando, un gran número de empresarios espera poder utilizar nuevo equipo constantemente. Pero sucede lo contrario en períodos de depresión, cuando muchas empresas están ya agobiadas por un exceso de capacidad y los empresarios temen que la demanda de su producción descienda más todavía.

Las previsiones acerca de los rendimientos netos a obtenerse de los artículos de inversión están influídas también por previsiones acerca de los futuros precios de venta de la producción en relación con los futuros costes de explotación del capital fijo. Esta consideración es de importancia fundamental en las fases del ciclo económico, porque los costes de explotación se quedan atrás de los precios de venta tanto en los períodos de expansión como en los períodos de contracción, aumentando con ello los rendimientos previstos en períodos de recuperación y prosperidad y reduciéndolos durante períodos de restricción y depresión.

Así, toda inversión es previsora, y se emprende con el propósito de obtener rendimientos futuros cuya magnitud depende del futuro desarrollo de las diferentes clases de fenómenos que acabamos de señalar. Pero no hay empresario que pueda predecir sucesos económicos con seguridad absoluta. No puede saber con cuánta intensidad ha de poder utilizar equipo nuevo, o qué

precio ha de lograr para su producción dentro de cinco años, o aun dentro de uno, o a qué nivel estarán sus costes de explotación, o cuán pronto el capital fijo quedará anticuado a causa de descubrimientos e invenciones. El pequeño empresario está obligado a aventurar su éxito pecuniario sobre suposiciones "o corazonadas" más o menos inteligentes, mientras que el empresario que tenga a su disposición el mejor plan de servicios estadísticos y comerciales haría bien en considerar sus predicciones con escepticismo. En vista de la vaguedad y escasez del conocimiento del futuro por parte de los empresarios y de la poca seguridad de cualquier plan que se base en este conocimiento, no es nada sorprendente que los empresarios, al hacer sus previsiones para el futuro, se apoyen grandemente sobre la situación del día y sobre el curso del pasado inmediato, y que presuman que éstos han de ser proyectados sobre el futuro con sólo aquellas alteraciones que por razones visibles pueden esperarse. Como ha dicho John Maynard Keynes,

> sería absurdo que al hacer nuestras previsiones concediéramos importancia a cosas que son muy inseguras. Es razonable, por lo tanto, dejarse guiar hasta un grado considerable por los hechos en que tenemos alguna confianza, aun cuando puedan tener una importancia menos decisiva en el éxito que otros hechos que conocemos vaga y escasamente. Por esta razón, los hechos de la situación existente toman parte, desproporcionalmente en cierto sentido, en la formación de nuestras previsiones a largo plazo; siendo nuestra costumbre tomar la situación presente y proyectarla sobre el futuro, mo-

dificándola sólo en la medida que nos aconsejan las razones más o menos definidas que tengamos de una alteración.[4]

Esta costumbre de proyectar la situación presente, y en particular los resultados del pasado inmediato, sobre el futuro es otro factor agravante en el ciclo económico. Durante el período de expansión, un aumento original en la lucratividad de la producción tiene probabilidades de ocasionar previsiones de beneficios todavía mayores, mientras que en un período de contracción, una disminución original causaría previsiones de contracción continuada.

Otra consecuencia de la insuficiencia e inseguridad de nuestro conocimiento en lo relativo a futuros sucesos económicos es que las previsiones están desordenadamente influídas por olas de excesivo optimismo y pesimismo. Al darse cuenta de la poca confianza que puede tener en sus propias opiniones con respecto al futuro, cada persona busca buen apoyo en las opiniones de otras gentes, que son tan inseguras como la suyas. Por un proceso que solamente puede explicar un psicólogo, el estado de ánimo del público fluctúa entre el regocijo y la melancolía. En algún momento exhibe la exuberancia y optimismo de una Nueva Era. Luego cae en el peor desaliento y desesperación. Durante estos períodos alternativos de superoptimismo y superpesimismo, los empresarios propenden a estimar o con exceso o con defecto los rendimientos a obtenerse de nuevas inversiones.

[4] *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Harcourt, Brace & Company, Nueva York, 1936, p. 148.

...es una característica esencial del período de auge que las inversiones que rendirían un 2 por ciento, por ejemplo, en condiciones de empleo total, se hacen sobre la previsión de un rendimiento de, supongamos, un 6 por ciento, y son valoradas en consecuencia. Cuando llega la desilusión, esta previsión queda reemplazada por un opuesto 'error de pesimismo', lo cual da por resultado que se suponga que las mismas inversiones, que rendirían efectivamente un 2 por ciento en condiciones de empleo total, rendirán menos que nada; y el colapso de la nueva inversión lleva a un estado de desempleo en el que las inversiones, que hubieran rendido el 2 por ciento en condiciones de empleo total, rinden de hecho menos que nada.[5]

Fluctuaciones en los rendimientos previstos y en la demanda de capital fijo.—Por todas estas razones, tanto objetivas como subjetivas, las previsiones de la comunidad acerca de la cuantía de los rendimientos a obtenerse de la instalación de nuevo capital fijo sufren fluctuaciones frecuentes vastas y bruscas. Ya hemos visto que estos cambios en las previsiones sólo rara vez van acompañados por otros proporcionales y neutralizadores en la tasa de interés de mercado. Como consecuencia de ello, conducen a amplias y bruscas fluctuaciones en las tablas de demanda de bienes capitales. Al aumentar los rendimientos previstos más de prisa que las tasas de interés, las tablas de demanda de bienes capitales se elevan; al disminuir los rendimientos más de prisa que las tasas, las tablas de demanda de bienes capitales disminuyen. Estos aumentos y disminuciones en la demanda de capitales fijos deben aumentar o disminuir la cantidad total y el valor de

[5] *Ibid.*, p. 322.

estos artículos producidos y vendidos —esto es, inversión— a menos que estén neutralizados por suficientes aumentos y disminuciones en las tablas de oferta de estos artículos. La experiencia ha demostrado, desgraciadamente, que las tablas de oferta no poseen el grado necesario de flexibilidad. Hay dos razones generales para que carezcan de ella: *1)* la lenta reacción de los costes, de los que los costes del trabajo forman una buena parte, y *2)* la presencia del poder de monopolio, que permite a los productores de bienes capitales negarse a cambiar sus precios siquiera tanto como lo permitirían los cambios en los niveles de los costes. En las industrias que producen y venden bajo condiciones que se aproximan a la competencia perfecta, la falta de ajustabilidad de las tablas de oferta es atribuible casi por entero a la reacción lenta de los costes. Pero al multiplicarse los elementos de monopolio, las tablas de oferta se hacen todavía menos ajustables, debido a que los empresarios que poseen el poder de monopolio desarrollan a menudo una marcada tendencia a mantener sus precios estables durante períodos largos —particularmente frente a una demanda en disminución— y a dejar que toda la fuerza del cambio en la demanda sea absorbida por cambios en el volumen de la producción.

Al explicar porqué la inversión no logra ajustarse al ahorro, hemos subrayado el hecho de que las tasas de interés de mercado no consigan ajustarse a la cuantía de rendimientos que se espera por el uso de bienes capitales. No cabe duda de que las tasas de interés carecen de la flexibilidad necesaria, y los economis-

tas que se ocupan de la teoría monetaria han cumplido un valioso servicio subrayando la parte que el atesoramiento y desatesoramiento y la creación y destrucción de dinero desempeñan al permitir que las tasas de interés se aparten del equilibrio y permanezcan así. Pero también debe señalarse que una falta de ajustabilidad adecuada puede achacarse además a muchos precios distintos de los de los fondos invertibles, y que esta inflexibilidad de otros precios aumenta la carga de ajuste que llevan las tasas de interés. Si los costes de operación —incluyendo los costes de trabajo— fuesen más flexibles, la cuantía de los rendimientos previstos sobre la instalación de nuevos capitales fijos subiría menos en los períodos de expansión y no bajaría tanto en períodos de contracción, de modo que las tasas de interés no tendrían que cambiarse tanto con objeto de mantenerse en equilibrio.[6] Y si los costes y precios de venta en las industrias de bienes capitales fuesen menos lentos, las alteraciones en la demanda de esos artículos no conducirían a cambios tan grandes en su producción. Podrían apuntarse otras inflexibilidades perturbadoras en los precios y costes si nos lo permitiera el espacio. Como concluye Hansen, lo que se necesita es conseguir que todos los precios y costes sean más ajustables; difícilmente puede suponerse que las tasas de interés soporten todo el peso de llevar a cabo todos los ajustes necesarios en un sistema inflexible en otros aspectos.

[6] Para una exposición que arroje más luz sobre los efectos perturbadores de las variaciones en el tipo de mercado de salarios apartándose del "tipo natural", cf. Alvin H. Hansen, *Full Employment or Stagnation?*, Nueva York, 1938, pp. 147-148.

El Ciclo Económico

Ya hemos expuesto en términos generales los distintos elementos del método de ingresos y gastos para la explicación del comportamiento de los ingresos monetarios y de los precios y producción de artículos de consumo e inversión. Aplicaremos ahora este análisis al comportamiento del volumen material y precios de la producción en las distintas fases del ciclo económico. Conviene advertir, sin embargo, que aunque empleamos por conveniencia el término "el" ciclo económico, no hay dos ciclos que sean exactamente iguales.

El proceso de contracción.—El análisis ha de empezar con la fase del ciclo que sigue inmediatamente a la crisis o fase descendente de contracción. Los factores que tienen más probabilidades de originar este comienzo de la contracción serán considerados más tarde. Basta anotar por el momento que cualquier cosa que ocasione que la inversión en el período de crisis descienda por debajo del ahorro procedente de los ingresos del período anterior reduce los ingresos monetarios de la comunidad y puede iniciar un proceso acumulativo de contracción de negocios. El exceso inicial de los ahorros sobre la inversión puede originarse por cualquier cosa que disminuya el consumo sin aumentar correspondientemente la inversión, o que disminuya ésta sin aumentar aquél de una manera correspondiente. La pregunta que hemos de considerar en este apartado es "¿por qué la disminución inicial llega a ser acumulativa en lugar de corregirse?" No toda disminución de los ingresos monetarios llega a ser acumulativa, pero nos estamos ocupando aquí de las que sí llegan a serlo.

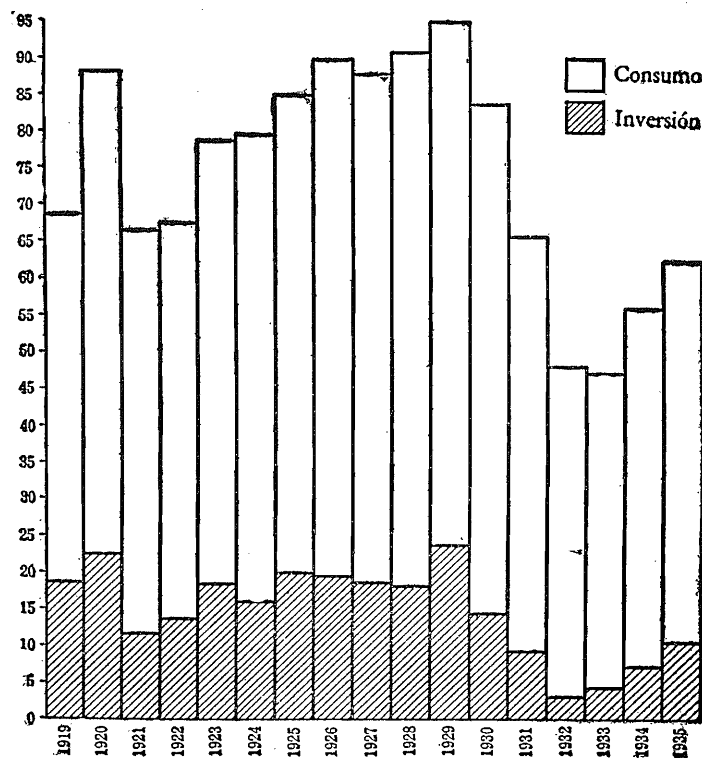
El efecto original de la inversión con relación a los ahorros en la etapa que inicia el proceso de contracción reduce la magnitud de los ingresos monetarios disponibles en el siguiente período. Depende de muchas circunstancias cómo haya de ser distribuída esta disminución de los ingresos monetarios entre consumo y ahorro. Entre ellas están las fluctuaciones de los precios de los bienes de inversión durante el período de crisis y el estado de previsiones en cuanto al futuro de los ingresos monetarios y de los precios de artículos de consumo. Los miembros de la comunidad pueden disminuir su consumo sólo un poco y permitir que los ingresos disminuídos se manifiesten sobre todo en una menor cantidad de ahorros, si los precios de sus bienes de inversión han bajado solamente un poco y calculan que las disminuciones de los ingresos y de los precios de artículos de consumo han de detenerse e incluso reaccionar rápidamente. Pero si los precios de los valores han bajado mucho, haciendo que los propietarios se sientan empobrecidos, y si se espera que el empleo, los ingresos monetarios y los precios de los artículos de consumo continúen bajando, el consumo puede disminuir mucho más todavía. En el período de contracción hay dos grupos de fuerzas opuestas que influyen sobre la proporción de ingresos consumidos y ahorrados. La disminución de los ingresos hace más difícil el ahorro, pero la perspectiva desfavorable aconseja una provisión más liberal para poder hacer frente a futuras contingencias.

Con todo, la disminución original de los ingresos

monetarios, lo mismo que cada disminución sucesiva, ha de menguar casi seguramente el consumo y ha de contraer aun más los ingresos. La baja del consumo restringe directamente los ingresos monetarios en forma de utilidades del empresario en las industrias de artículos de consumo, y al hacer incosteable cierta producción que antes era remunerativa, obliga a estos empresarios a reducir su esfera de acción, y a pagar menores cantidades en concepto de ingresos a los factores productivos. Para los desdichados obreros esto supone baja de jornales, trabajos sólo parciales o franco despido. Donde los costes de producción por unidad son inflexibles o donde los artículos los producen monopolistas o semi-monopolistas que siguen una política de mantenimiento de precios, una baja relativamente pequeña en la demanda monetaria puede ser motivo bastante para una reducción considerable de empleo y de ingresos monetarios. Así, una disminución original en los ingresos puede hacer bajar el consumo, lo que reduce más todavía los ingresos creados en las industrias de artículos de consumo, y así sucesivamente de período en período. Se concibe, naturalmente, que la disminución del consumo haya de estar compensada por aumentos en la inversión, pero ninguna ayuda se obtendrá de esta fuente durante el período de contracción.

De hecho, la inversión disminuye mucho más de prisa y llega más lejos que el consumo durante el período de contracción. El Cuadro VI demuestra que esto fué cierto en los Estados Unidos de América en las depre-

siones siguientes a 1920 y 1929.[7] En 1921, la inversión (capitalización bruta) estaba un 48 por ciento por bajo



CUADRO VI

La Renta Nacional de Estados Unidos, 1919-1935, en miles de millones de dólares.

del nivel de 1920, en tanto que el consumo sólo había disminuído un 19 por ciento. Iguales discrepancias se

[7] El cuadro se basa en datos tomados de Simón KUZNETS, *National Income and Capital Formation, 1919-1935,* Nueva York, 1937,

hicieron evidentes después de 1929. A los precios ordinarios, la inversión en 1932 estaba un 84 por ciento por bajo del nivel de 1929, y aun después de tomar en consideración la baja de precios en estos artículos la disminu-

TABLA VII

Indices de Inversión, Consumo e Ingreso Monetario, 1929-1939 [8]

Años	*Inversiones (Formación de capital bruto)*	*Consumo Gasto de los consumidores)*	*Valor monetario de la producción bruta nacional*
1929	100	100	100
1930	67	94	88
1931	42	77	69
1932	16	60	50
1933	21	58	50
1934	30	68	60
1935	44	71	65

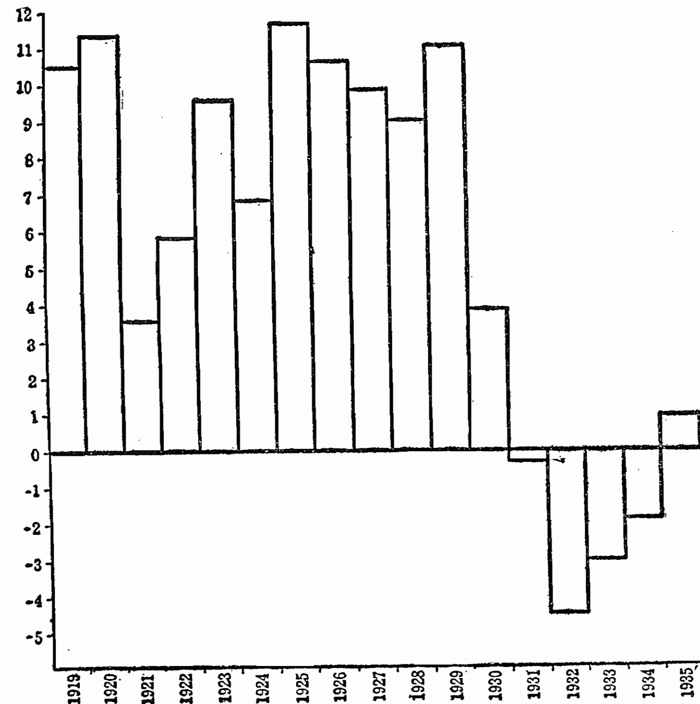
ción llegaba a un 81 por ciento. En este mismo período, el consumo disminuyó solamente un 40 por ciento. En los años de auge, 1927, 1928 y 1929, la inversión contribuyó en un 21 por ciento al ingreso nacional, y el con-

p. 85. Las cifras dadas por Kuznets son para "capitalización total", y "gastos de los consumidores", pero estas categorías corresponden estrechamente a la inversión y consumo, tal como se emplean en este libro. La capitalización total incluye la corriente de artículos de producción duraderos terminados, edificios habitables que afluyen a sus dueños finales, cambios netos en las existencias aún no vendidas a sus consumidores finales, y cambios netos en reclamaciones contra países extranjeros. El cálculo es para capitalización total más bien que neta, puesto que no se descuentan la depreciación y desgaste de artículos duraderos. Para mayores detalles de esta serie, ver *op. cit.*, p. 37.

Kuznets previene a su lectores que los cálculos anuales están sujetos a un amplio margen de error y que son más dignas de confianza las medias móviles de tres años.

[8] Indices derivados de los datos *ibid.*, p. 85.

sumo en un 79 por ciento. Pero en los años de depresión, 1931, 1932 y 1933, tomados en conjunto, el 90 por ciento del ingreso nacional estaba constituído por el consumo y nada más un 10 por ciento por la inversión.[9]



CUADRO VII

Inversiones netas en Estados Unidos, 1919-1935, en miles de millones de dólares.

La acumulación de capital llegó a bajar tanto durante el período de depresión posterior a 1929, que ni siquie-

[9] Cf. *ibid.*, p. 45.

ra cubrió la depreciación de los bienes de capital en uso. Esto está demostrado en el Cuadro VII. En los años de prosperidad anteriores a 1929, e incluyendo a éste, la capitalización excedió al consumo en unos Dls. 9.500 millones al año, aproximadamente. En 1930 la capitalización fué aun mayor que el consumo de capital, aunque en unos Dls. 3.879 millones nada más. Pero en cada uno de los cuatro años siguientes, el consumo de capital excedió a la capitalización, de modo que para los seis años 1930-1935, en conjunto, el consumo de capital excedió a la capitalización en más de Dls. 4.600 millones.

Esta baja precipitada de la inversión, que es una caraterística invariable del proceso cíclico de contracción, puede atribuirse a una desfavorable combinación de circunstancias —perspectivas cada vez menores en cuanto a los rendimientos a obtenerse de la instalación de nuevos capitales fijos, el hecho de que las tasas de interés no bajaran tan aprisa como los rendimientos previstos, y una flexibilidad insuficiente de las tablas de oferta de bienes capitales—. La baja de las previsiones de su nivel del período de prosperidad precedente tiene especial importancia. Durante la prosperidad, cuando la demanda de productos alcanzó un nivel elevado y se esperaba que continuara aumentando, se creía que podría utilizarse mucho equipo nuevo persistente e intensamente. En la depresión, cuando ya no sube la demanda de productos, sino que baja y se espera que continúe bajando, y cuando ya hay muchas empresas con capacidad de producción no utilizada, se espera que sólo se use nuevo capital esporádicamente y después de algún tiempo. Y aunque se

pudieran usar normalmente más bienes de capital, muchos empresarios propondrían las compras para poder aprovecharse de precios más bajos que se esperan para más adelante. Durante la prosperidad se esperaba que los precios de producción subieran más de prisa que los costes de explotación, o por lo menos que no bajaran. Durante la depresión se espera que los precios de la producción bajen, y más de prisa que los costes de exportación. Durante la prosperidad, las perspectivas de rendimiento estaban amplificadas por el superoptimismo. En la depresión, quedan disminuídas por el superpesimismo. Como consecuencia de estas condiciones desfavorables, la tabla entera de rendimientos previstos sobre las mejoras del capital disminuye y muchas de éstas, que durante el período de prosperidad prometían rendimentos netos, prometen únicamente pérdidas netas durante el período de contracción. Esta baja de las previsiones ha de llevar a una disminución en la demanda de capitales fijos a menos que esté acompañada de una baja igualmente precipitada en las tasas de interés de mercado. Pero ya hemos visto que éstas, y particularmente si son a largo plazo, no funcionan de esa manera.

La disminución de los rendimientos previstos sobre mejoras del capital aminora la demanda de fondos invertibles y tiende a bajar las tasas de interés de mercado, pero la disminución de la tasa de interés está retardada por la absorción de fondos por atesoramiento y, generalmente, por una reducción en la oferta de dinero. Al bajar las tasas de interés, se hace mayor el número de gente que comienza a creer que las tasas

ofrecidas por fondos de inversión no bastan para cubrir el riesgo de pérdida y el coste e inconveniente de administrar valores de inversión. Y aún el riesgo de pérdida tiene probabilidades de ser estimado con exceso debido al creciente temor de fallas y a la creencia de que el bajo

TABLA VIII

Cambios Netos en Inventarios de los Negocios en Estados Unidos, en millones de dólares.[10]

Años	*En Precios Actuales*	*En Precios de 1929*
1929	+2414	+2414
1930	—1128	—1131
1931	—1375	—1441
1932	—2461	—3265
1933	—1129	—1790
1934	—1524	—2140
1935	+ 19	— 65

nivel de las tasas de interés es sólo temporal. Estas mismas causas ejercen presión sobre los bancos en el sentido de que éstos reduzcan la oferta de dinero restringiendo sus préstamos e inversiones. La tendencia hacia la liquidación puede cobrar fuerzas si los bancos preven pánicos por parte de sus depositarios, o si temen una reducción de sus reservas a causa de otros acontecimientos. Es casi seguro que semejantes presiones motiven una reducción de la oferta de dinero a falta de una valiente y liberal política de créditos de parte de la autoridad monetaria, y que fácilmente sean tan poderosas como para hacer fracasar una política de dinero barato. De todas maneras, una política liberal de créditos tiene probabilidades en últi-

[10] Cf. Kuznets, *National Income and Capital Formation, 1919-1935*, p. 40 Nueva York, 1937.

mo término de impedir que la contracción sea tan grande como podría serlo en otra forma.

La combinación de una baja precipitada en los rendimientos previstos y tasas de interés lentas ocasiona una aguda disminución en la demanda de capitales fijos duraderos. Esta disminución, ante tablas de oferta de capitales fijos que son inflexibles a causa de la lenta reacción de los costes y de las políticas de mantenimiento de precios por parte de los empresarios, sirve para hacer bajar al mismo tiempo la cantidad material y el valor total de los bienes de capital producidos y vendidos, y para disminuir el volumen de empleo y la cantidad de ingresos originada en las industrias de capitales fijos.

La disminución de la inversión en bienes de capital fijo se refuerza generalmente por la "desinversión" de las existencias de los empresarios de artículos terminados o parcialmente terminados no vendidos. Cuando disminuye el ritmo de las ventas y cuando los empresarios empiezan a creer que los precios de venta han de bajar, el nivel de prosperidad de las existencias parece "excesivo" y los empresarios proceden a reducirlas. Se ha estimado que la reducción neta de existencias durante los seis años siguientes a 1929 llegó a un total de Dls. 7,600 millones, a los precios ordinarios, o sea de Dls. 9,800 millones a los precios de 1929. Esta desinversión de existencias contribuye con su parte a la baja del empleo y de los ingresos monetarios, porque significa que los empresarios dejan de emplear una cantidad suficiente de factores de producción para reemplazar los artículos terminados vendidos.

Tal es, pues, la pauta de los acontecimientos durante el proceso de contracción acumulativa. Una deficiencia original de la inversión en relación con los ahorros marca el comienzo del proceso de contracción y hace disminuir los ingresos de dinero en una cantidad equivalente. Esta disminución inicial en los ingresos monetarios disminuye el consumo, y con ello reduce el empleo y los ingresos monetarios en las industrias de artículos de consumo. Pero la inversión desciende mucho más rápidamente que el consumo, haciendo bajar mucho con ello los ingresos originados en las industrias de artículos de inversión. Y así sucesivamente: cada disminución del consumo y de la inversión disminuye los ingresos monetarios lo cual hace bajar más todavía la demanda de artículos de consumo y especialmente de inversión, lo cual disminuye todavía más el empleo y los ingresos. Esta disminución continuará siempre que la inversión en cada período sea menor que los ahorros procedentes de los ingresos del período anterior.

La vuelta a la expansión.—Si, como se afirmaba en el apartado anterior, cada disminución durante el proceso de contracción desencadena fuerzas que originan una disminución subsiguiente ¿por qué se para el proceso antes de alcanzar el desempleo universal? ¿Qué detiene la contracción e inicia la vuelta hacia la expansión? Estas son, probablemente, las preguntas más difíciles que ha de contestar la teoría del ciclo económico.

La contracción queda detenida y la expansión se inicia por cualquier cosa que motive que la inversión durante el período inicial de la misma supere a los

ahorros procedentes de los ingresos del período anterior. Y la inversión puede llegar a exceder a los ahorros ya porque estos decrezcan sin una disminución neutralizadora en la inversión, ya porque ésta aumente sin un aumento correspondiente en aquéllos. Pero esto no contesta las preguntas que nos han servido de punto de partida; esto no hace sino conducirnos a la pregunta "¿qué suceso o serie de sucesos da por resultado que el total de consumo e inversión deje de bajar y comience a subir?"

El impulso para la vuelta a la expansión puede surgir de fenómenos externos —acontecimientos no inherentes al proceso cíclico en sí mismo—. Algunos de los más pesimistas exponentes de la teoría del ciclo pretenden que es sólo a causa de fenómenos poderosos originados fuera del ciclo mismo por lo que la espiral descendente puede ser refrenada y dirigida en sentido opuesto. Estas fuerzas pueden tomar varias formas. Un invento o serie de inventos muy importantes puede abrir ancho campo a la inversión lucrativa aun a pesar del pesimismo reinante. Una guerra o incluso una amenaza de guerra en el país o en el extranjero puede ocasionar una extensa inversión oficial en municiones y subsistencias. El gobierno puede embarcarse en una ambiciosa política de gastos públicos en edificios, carreteras y tal vez empresas menos útiles, o puede engrosar el dividendo social mediante subsidios a los desocupados respaldados por fondos que de otra manera hubieran sido atesorados o no hubieran sido creados por los bancos. Descubrimientos de oro pueden aumentar los ingresos de la in-

dustria minera aurífera, acrecentar la oferta de dinero y hacer bajar las tasas de interés. Una recuperación de negocios en otros países puede aumentar la demanda de exportaciones. Una extraordinaria cosecha nacional o la pérdida de cosechas en el extranjero puede aumentar el valor de las exportaciones agrícolas. Estos y muchos otros sucesos semejantes pueden ser, por lo menos parcialmente, responsables de la vuelta al período de expansión.

Hay que reconocer, sin embargo, que no todos los acontecimientos cíclicos durante el proceso de contracción son de carácter autoacumulativo; algunos tienden antes o después a preparar el terreno para la expansión. Quizá la más poderosa de estas fuerzas internas tendientes a limitar la duración del proceso de contracción sea el hecho de que, a medida que disminuye el ingreso social, una proporción creciente de éste se emplea para consumo y una parte más pequeña se dedica al ahorro. Al disminuir sus ingresos, es muy probable que cada persona tienda a disminuir sus ahorros en una mayor proporción que su consumo. Algunos, cuyos ingresos son insuficientes para cubrir sus necesidades del momento, echan mano de sus saldos monetarios acumulados, o venden valores, o piden prestado para mantener su consumo. Y los necesitados que no tienen valores o forma de obtener préstamos, deben ser provistos de medios de consumo por el resto de la comunidad. Esta tendencia del consumo a mantenerse a expensas de los ahorros ayuda a equilibrar el ahorro y la inversión antes, y con ingresos a más alto nivel del que sería posible si los aho-

rros se mantuvieran a un nivel alto mientras baja la inversión.

Al prolongarse el proceso de contracción, se puede desarrollar también una necesidad creciente de inversión en reparaciones, reposiciones y aumentos de capital. Por un tiempo, quizá por un lapso considerable, en las primeras etapas de la contracción los empresarios no necesitan hacer ni siquiera repuestos y reparaciones generales, porque el equipo y maquinaria suelen estar en buenas condiciones en el momento en que se inicia la contracción, y son más que suficientes para satisfacer la demanda decreciente de producción.[11] Pero el tiempo y los cambios se cobran lo suyo. La maquinaria y otras clases de equipo se van desgastando y deteriorando, al quedar expuestas a los elementos. La acumulación de inventos, cambios geográficos de la industria y modificaciones en los tipos de producción solicitada dan como resultado una creciente proporción de equipo anticuado. A medida que estos factores hacen disminuir la oferta existente de equipos y maquinaria eficaces, a medida que la población sigue creciendo y el ritmo de descenso de la demanda de producción disminuye, se precipita el día en que hay que hacer más rápida inversión.

Otra fuerza que trabaja para la recuperación es la creciente situación de liquidez de la gente adinerada, empresas industriales y comerciales, instituciones de inver-

[11] Una excepción de esto puede tener lugar durante una crisis que venga a continuación de una época de prosperidad producida por la guerra, y en la que se haya permitido que se deterioren aquellos tipos de capital útiles en tiempos de paz.

sión y bancos. Al acumular los bancos sus reservas excedentes y al almacenar otras personas e instituciones grandes atesoramientos de dinero ocioso, cuyo poder adquisitivo ha sido aumentado por la baja de los precios, la presión hacia un atesoramiento y destrucción de dinero tiende a relajarse de algún modo, y de ahí puede originarse una mayor disposición a prestar a tasas bajas de interés. Otras posibles causas de la recuperación económica son la baja de costes, resultante de la extensión del desempleo, una disipación gradual del pesimismo y una mayor creencia de que los precios están próximos a su límite inferior, lo cual hace pensar que no se ha de ganar nada con seguir posponiendo las compras.

El proceso de expansión.—Por difícil que sea comprender porqué tiene lugar la tendencia inicial hacia un período de expansión, es fácil apreciar porqué la expansión, una vez iniciada, llega a ser acumulativa. El exceso inicial de inversión sobre ahorro, que señala el comienzo de la expansión, aumenta el ingreso monetario de la comunidad de una manera correspondiente. Esto aumenta la demanda de producción, la que a su vez aumenta el ingreso en forma de utilidades de los empresarios, directamente; e indirectamente, al hacer remunerativa una mayor producción que antes, conduce a un mayor empleo y a más altos ingresos de los factores de la producción. Así, durante el período de prosperidad, cada expansión deja en libertad fuerzas que ocasionan expansiones ulteriores tanto en las industrias de artículos de consumo como en las de artículos de inversión.

Cada expansión de los ingresos monetarios aumenta

el consumo, especialmente si van acompañadas de una perspectiva cada vez más optimista en cuanto al futuro del empleo y de los ingresos, y esto ocasiona un aumento ulterior de los ingresos originados por las industrias de artículos de consumo. Pero mucho más rápida es el alza de la inversión. Así como una gran parte de la disminución acumulativa de los ingresos monetarios durante la contracción puede atribuirse directa e indirectamente a la brusca baja de la tasa de interés, una gran parte del aumento acumulativo de los ingresos monetarios durante la expansión puede atribuirse a la rápida alza del ritmo de inversión. El incremento de la inversión no sólo explica el mayor ingreso monetario originado por las industrias de artículos de inversión, sino que a través de su efecto multiplicador hace posible una gran parte del aumento del consumo y de los ingresos monetarios originados por las industrias de artículos de consumo.

El rápido avance de la inversión durante el proceso de expansión puede atribuirse a una combinación favorable de circunstancias —crecientes perspectivas en cuanto a los rendimientos a obtenerse de las mejoras del capital, al hecho de que las tasas de interés no suban tan rápidamente como las previsiones, y la lentitud de la disminución en las tablas de oferta de bienes de capital—. El alza de las previsiones sobre el nivel de depresión tiene probabilidades de ser muy grande, y esto por varias razones. Como se apuntó anteriormente, es probable que al final de un período de depresión una gran parte del equipo y maquinaria quede anticuado en relación

con los tipos más adelantados disponibles, o esté mal adaptada a los tipos de producción solicitada entonces, o con gran necesidad de reparaciones. En algunos ramos, y especialmente en el de la construcción, las necesidades acumuladas pueden ser grandes. Por consiguiente, cuando la demanda de la producción deja de bajar y comienza un alza que se espera ha de seguir, los empresarios creen que han de poder utilizar grandes cantidades de capital fijo adicional constante e intensamente. Y el temor de que suban los precios de esos artículos lleva a algunos a anticipar necesidades futuras. Los rendimientos previstos también aumentan por la creencia de que los precios de producción no bajarán más, sino que subirán, y subirán más aprisa que los costes de explotación. Y todas las previsiones se colorean y magnifican cuando el pesimismo deja sitio al optimismo, y quizá más tarde al superoptimismo. Considerados como grupo, los empresarios de cada industria tienden a sobrestimar el aumento en la demanda de que han de gozar, y cada empresario está inclinado a sobrestimar la proporción de la demanda aumentada que le ha de corresponder. Todas estas cosas contribuyen a aumentar las previsiones, las cuales, a su vez, han de acrecentar la demanda de bienes capitales a menos que esté neutralizada por un alza proporcional de las tasas de interés. Y éstas sólo suben lentamente.

La expansión de los rendimientos previstos sobre el capital aumenta la demanda de fondos invertibles y tiende a subir las tasas de interés, pero el alza de éstas

se retarda por el aumento de los ahorros con fondos desatesorados y recién creados por los bancos. Al ir subiendo las tasas de interés, y especialmente al ir reduciéndose los temores de pérdidas sobre valores, a causa de una mayor confianza, los capitalistas, instituciones financieras y aun sociedades industriales y comerciales que habían acumulado grandes atesoramientos durante el período de contracción los hacen disponibles para la inversión. De la misma manera, los bancos comerciales utilizan sus reservas excedentes acumuladas como base para una expansión de préstamos e inversiones, y cuando esa expansión ha llegado al límite que permiten sus reservas, tienen probabilidades de pedir al banco central fondos adicionales con los que acrecentar más aún su capacidad de préstamos, aunque el banco central puede negarse a servirlos. El desatesoramiento para inversión y dinero recién creado es un factor poderoso para retrasar el alza de las tasas de interés en las primeras etapas de la expansión, y persiste a veces dentro de la crisis. La combinación de rendimientos previstos sobre capitales fijos cada vez mayores y un alza demorada y lenta de las tasas de interés aumenta considerablemente la demanda de bienes de capital duraderos. Esta mayor demanda tiene probabilidades de ir acompañada de disminuciones sólo graduales en la tabla de oferta de capitales fijos, en parte a causa de la lentitud del alza de los costes —especialmente en las primeras etapas del período de expansión, cuando el desempleo y el exceso de capacidad se mantienen todavía— y en parte porque muchos empresarios que poseen un

cierto grado de poder de monopolio no suben sus precios sino lentamente y permiten que la mayor demanda se manifieste en la producción acrecentada. Al aumentar las tablas de demanda mucho más rápidamente de lo que disminuyen las de oferta, suben tanto el volumen material como el valor total de los capitales fijos, producidos y vendidos. Este auge de las inversiones aumenta los ingresos monetarios en las industrias de capital fijo, lo cual abre camino a aumentos ulteriores en la demanda de dinero e ingresos.

El aumento de las inversiones en capital duradero va normalmente acompañado de una inversión adicional por los empresarios de artículos terminados o parcialmente terminados. Cuando los precios de venta dejan de bajar y parece que van a subir, y cuando el ritmo de las ventas se acelera, los empresarios encuentran que sus existencias son "deficientes" y proceden a reponerlas. Este aumento a las existencias ayuda a la expansión de los ingresos monetarios porque supone que los empresarios han de emplear factores productivos más que suficientes para reemplazar los artículos terminados que se han vendido.

Así, la pauta de los acontecimientos durante el proceso de expansión es en general el reverso de lo que caracteriza al proceso de contracción. Un exceso original de la inversión en relación con el ahorro, aumenta el ingreso monetario y pone en marcha un proceso de expansión de demanda, ingresos y empleo que se refuerza a sí mismo.

La vuelta hacia la contracción.—La expansión acumulativa puede llevarse a su término y dirigirse en sentido

opuesto, como se indicó antes, por cualquier cosa que haga que la inversión durante un período sea deficiente con relación a los ahorros procedentes de los ingresos del período anterior. Esta situación puede presentarse debido a un aumento en los ahorros no neutralizado por un aumento en la inversión, o por una disminución en ésta no neutralizada por una disminución en los ahorros. Hay muchas clases de acontecimientos que, individualmente o en conjunto, pueden originar esa discrepancia inicial, y parece probable que unos cuantos de ellos hayan actuado en el pasado, iniciando distintas vueltas hacia períodos de contracción.

La presión inicial para una vuelta hacia la contracción puede atribuirse, por lo menos en parte, al comportamiento de las perspectivas respecto a los rendimientos que se pueden obtener con nuevas mejoras de capital. Aunque ya vimos antes que una de las características más señaladas del proceso de expansión es un aumento de esas perspectivas, hay muchas fuerzas —fuerzas originadas tanto por el mismo proceso de alza como por fenómenos externos— que pueden terminar más o menos pronto esa corriente y dirigirla en sentido opuesto. En primer lugar, al ir pasando tiempo, un número cada vez mayor de los usos más lucrativos del capital se pone en explotación. Durante el proceso de expansión, la inversión aumenta en forma más rápida que el consumo, tanto a causa de la mayor proporción de ingresos ahorrados al aumentar el ingreso total como debido al empleo de dinero recién creado, procedente de desatesoramientos, en comprar nuevos artículos de inversión. Se

compensan los déficit en edificios y maquinaria acumulados en el período precedente por medio de reparaciones y repuestos, y los más útiles inventos disponibles se ponen en uso. Conviene resaltar que aún hay muchas maneras en que emplear lucrativamente capitales fijos recién producidos; se necesitan reparaciones y repuestos para cubrir la depreciación y el desgaste normales; se necesitan capitales fijos adicionales para afrontar los aumentos que haya en la demanda de producción terminada —aunque la tasa de aumento de la producción disminuye al acercarse a los niveles de capacidad—, y es rara la industria que no puede emplear métodos de producción más capitalistas para obtener algún rendimiento. La única observación que hay que hacer es que el aumento de los rendimientos previstos puede ser retardado al cabo de algún tiempo, detenido o tal vez dirigido en sentido opuesto por el hecho de que lo mejor de las oportunidades de inversión tiende a desaparecer en primer lugar.

Otras de las causas que tienden a refrenar e incluso a ocasionar un retroceso en el crecimiento de las perspectivas en las últimas etapas del proceso de expansión es el alza de los costes de explotación por unidad de producción. Aunque es casi seguro que los costes se queden por bajo de los precios de venta en la primera fase del proceso de expansión, bien puede suceder en una etapa posterior, cuando el desempleo ha desaparecido en gran parte, que los costes por unidad de producción tiendan a ponerse al par de los precios. Esto se debe en gran parte a que son mayores los salarios y remuneraciones

al trabajo y otros factores de la producción, pero puede agravarse por una disminución en la eficacia del trabajo —incluído el trabajo de dirección— originada por la creencia existente en una mayor seguridad económica.

El aumento de las previsiones puede también detenerse y hasta volverse en dirección opuesta al dejar de cumplirse las perspectivas anteriores. Si se demuestra, por acontecimientos subsiguientes, que las primeras suposiciones han pecado de optimistas, las perspectivas actuales tienen probabilidad de ser enmendadas en consonancia. Es evidente que las perspectivas se verán afectadas por efectos adversos debidos a la pérdida de mercados extranjeros, serios disturbios de trabajo, miedo a impuestos más altos, real o posible invasión de un enemigo, un derrumbe de la especulación en los mercados de bienes raíces o valores, y otros acontecimientos semejantes.

Por consiguiente, al seguir adelante el proceso de expansión, diferentes presiones tienden hasta el último momento a retardar el ritmo de aumento de las previsiones y pueden hasta originar una disminución en él. Aunque tal efecto sobre las previsiones no conduce a una reducción en la demanda de artículos de inversión si las tasas de interés se ajustan convenientemente, ya hemos visto que no se puede confiar en que las tasas de interés actúen con tanta precisión. De hecho, hay sucesos dentro del proceso de expansión —particularmente en sus últimas etapas— que tienen posibilidad de acelerar el alza de las tasas de interés hasta el grado de reducir la demanda de artículos de inversión aun si no exis-

ten perspectivas perjudiciales. Estas fuerzas que tienden a acelerar el aumento de las tasas de interés operan a través de la demanda y de la oferta de dinero.

Ya se ha apuntado que por lo menos hasta las últimas etapas del período de expansión la oferta de fondos invertibles va reforzada, y el alza de las tasas de interés retardada, por desatesoramientos y por la creación y préstamos de dinero nuevo por parte de los bancos. Si se detuviera este proceso —y especialmente si se le hiciera retroceder de modo que los ahorros no sólo dejasen de estar reforzados, sino que fueran incluso absorbidos parcialmente— aceleraría el alza de las tasas de interés y serviría para hacer bajar la demanda de artículos de inversión. Y esto puede suceder fácilmente. Al aumentar los ingresos monetarios, el comercio y los precios, hay probabilidades de que los beneficiarios de ingresos y los comerciantes consideren oportuno mantener mayores saldos monetarios para fines comerciales y emplear igualmente en esta forma una parte de los ahorros. Sin embargo, la absorción de los ahorros a través de la creación de saldos monetarios para facilitar el comercio en mercancías y servicios tiene probabilidades de ser lenta y gradual. Más brusco e imprevisible es el atesoramiento llevado a cabo por los "bajistas" —instituciones y personas que creen que los precios de los valores y otros bienes de inversión van a bajar—. Esto puede ocurrir bien durante un auge de los precios o después de que hayan empezado a bajar. Al subir los precios de los bienes de inversión y especialmente cuando llegan a niveles que no justifica ninguna consideración

razonable a largo plazo, existe la probabilidad de que miembros menos optimistas de la comunidad pongan freno a sus compras y vendan incluso algunos de los valores que estaban en su poder, en la intención de acumular saldos monetarios con los cuales comprar más tarde a los precios que preven más bajos. El atesoramiento por parte de los "bajistas" tiene probabilidades de ser aún más extenso tras la crisis de un auge especulativo, porque al ver que son falsos los pronósticos optimistas anteriores y que mucha gente sufre pérdidas importantes, una gran parte de la comunidad se inclina a suponer que han de venir todavía ulteriores bajas de precios.

Esta demanda aumentada de saldos monetarios —ya para destinarse al mercado de mercancías y servicios o para formar saldos "bajistas"— debe formarse con los ahorros, a falta de un aumento suficiente en la cantidad de dinero, restringiendo con ello el volumen de fondos disponibles para la inversión.

La afluencia de fondos a la inversión también puede ser restringida por una detención del aumento o por una disminución efectiva en la oferta de dinero. Aun si las sumas de sus reservas permanecen intactas o aumentan durante sólo algún tiempo, los bancos alcanzan finalmente el límite de sus posibilidades de expansión cuando la subida de sus depósitos ha hecho bajar la proporción entre reservas y depósitos al mínimo legal acostumbrado. Esta detención de la extensión del crédito bancario puede ser precipitada e incluso puede ser transformada en contracción si el sistema bancario pierde

reservas, y hay acontecimientos que pueden originar esa merma de éstas. Tales reservas pueden disminuir porque aumente la cantidad de efectivo en poder del público. Esto tiene probabilidades de suceder cuando el alza de las nóminas de salarios y del valor del comercio al menudeo aumentan la demanda de efectivo por parte de los comerciantes y de quienes reciben ingresos. La disminución de las reservas puede atribuirse a las exportaciones de oro originadas por un exceso de las importaciones sobre las exportaciones de mercancías y servicios o a las exportaciones de capital. O también pueden reducirse por una política deliberadamente restrictiva de parte de la autoridad monetaria, que puede entregarse a esa política por una o más entre varias razones —proteger su posición de reservas, detener lo que parece ser un auge excesivo de la producción y de los precios de las mercancías, o refrenar la actividad especulativa en los mercados de valores—. Es opinión de muchos que la política restrictiva iniciada por la Junta de la Reserva Federal en 1928-1929, con el propósito de detener la especulación sobre valores, fué un factor poderoso para ocasionar la vuelta inmediata a la contracción de los negocios.

Algunos de los economistas que se han ocupado del ciclo económico creen que esas variaciones en el atesoramiento y desatesoramiento y en el ritmo de cambio de la oferta de dinero son las principales razones de la crisis o comienzo de la contracción. Señalan que en las primeras etapas del proceso de expansión los ahorros correspondientes se aumentan en gran cantidad por rápidos desatesoramientos y considerables aumentos en la

oferta de dinero, de modo que el alza de las tasas de interés se retrasa y la demanda y los precios de los artículos de inversión crecen mucho. Pero el desatesoramiento y la creación de dinero no pueden continuar siempre a tal ritmo. Por consiguiente, cuando el desatesoramiento amaina y cesa, o quizá se convierte en atesoramiento, y la creación de dinero disminuye de ritmo o cesa o se convierte quizá en destrucción de dinero, el alza de las tasas de interés se acelera tanto como para reducir la demanda de artículos de inversión e iniciar una disminución en la inversión misma. No hay duda de que un proceso como este puede poner término a un período de expansión, y que tarde o temprano ha de acabar con las expansiones que no hayan sido detenidas por otros acontecimientos. No obstante, debe recordarse que la vuelta hacia la contracción puede iniciarse también al fallar las previsiones y puede ocurrir a pesar del deseo de los bancos de aumentar su crédito y del de los poseedores de dinero de desatesorarlo, pero a tasas de interés excesivamente altas en relación con las previsiones disminuídas.

Estos son, pues, algunos de los acontecimientos que tienen mayores probabilidades de acabar con el proceso de expansión y de iniciar una contracción acumulativa, cuyas características ya hemos analizado.

CAPITULO VIII

OBJETIVOS DE LA POLITICA MONETARIA

Introducción

En los primeros párrafos de este libro se describió el dinero como uno de los grandes recursos economizadores de trabajo inventados y desarrollados con el fin de aumentar —aunque de un modo indirecto, por supuesto— el ingreso real y el bienestar material de la humanidad. Pero en el curso de nuestro examen de las relaciones que guardan entre sí dinero, precios, comercio y producción, ha llegado a hacerse cada vez más dudoso el hecho de que en su funcionamiento efectivo el dinero siempre cumpla su misión satisfactoriamente. Negándose a permanecer en su papel de siervo pasivo, aunque útil, a menudo se rebela para convertirse en despótico señor, imponiendo redistribuciones arbitrarias, y con frecuencia indeseables, de la riqueza e ingresos entre las distintas clases de la sociedad, tanto como haciendo descender el volumen del ingreso real producido muy por bajo del nivel al que puede mantenerlo el sistema económico empleado en toda su capacidad. Aunque las gentes han dado muestras de una paciencia increíble frente a sistemas monetarios deficientes, a causa, cuando menos en parte, de no haber estimado lo bastante la influencia perturbadora

del dinero, empiezan ya a exigir, y cada vez en mayor número, que el poder del dinero sea empleado en fines legítimos en vez de serlo en fines indeseables. Pero ¿cómo actuaría un dinero ideal? ¿cuál habría de ser el objetivo esencial de la política monetaria?

Objetivo Esencial de la Política Monetaria

Ha de ser el de facilitar, en la medida que sea posible, el cumplimiento de los fines del sistema económico —producir y distribuir equitativamente entre los miembros de la sociedad el máximo volumen de los tipos más prácticos de artículos y servicios al menor coste social posible—. No quiere decir esto que la política monetaria sea capaz, ella sola, de conseguir estos propósitos; no hay panacea para todos los males económicos. Es casi seguro que aún bajo las más prósperas políticas monetarias seguirían planteándose serios problemas económicos —problemas que abarcarían la desigual distribución de bienes e ingresos, la inadecuada producción total, la desproporción entre los tipos de cosas que se produzcan, los hábitos desacertados de consumo, etc.—. No obstante, el dinero debe hacer expedito el logro de nuestros objetivos económicos, antes que estorbarlo. Muy en último término, el dinero ha de ser neutral; no debe originar perturbaciones ni reaccionar de tal manera que agrave y prolongue las perturbaciones originadas por fenómenos no monetarios. En el mejor de los casos, debe ser dirigido de manera que mejore en algún grado los desajustes originados en cualquier aspecto del sistema económico. Sin em-

bargo, hasta ahora no ha habido sistema monetario que haya logrado reunir uno solo de estos requisitos.

Criterios Inmediatos de la Política Monetaria

Aunque el éxito de un sistema monetario debe ser juzgado, en último término, según su contribución al logro y mantenimiento de un empleo total, eficaz y estable, y una distribución equitativa de bienes e ingresos, es evidente que esta meta final está demasiado lejana para servir de guía práctica de la política monetaria. Hemos de buscar criterios más inmediatos, puntos más cercanos que nos señalen el camino del objetivo final. Se ha propuesto gran número; los más de ellos nos advierten de ciertos escollos peligrosos, y algunos nos conducen en parte al objetivo final. Pero ¿cuál de ellos es más digno de confianza?

Estabilización de la unidad monetaria en términos de una mercancía.—El objetivo inmediato de la política monetaria que probablemente haya obtenido mejor acogida y uso en los tiempos modernos, aunque su popularidad vaya decayendo, ha sido la estabilización de la unidad monetaria en términos de alguna mercancía, o en algunos casos de dos mercancías. Estas mercancías han sido por lo general oro, plata, o ambas. Bajo un patrón oro, el valor de cada unidad de cualquier clase de dinero en uso se mantiene igual al valor de una cantidad estipulada de oro. Bajo el patrón plata la unidad monetaria se estabiliza en términos de plata. Y bajo el patrón bimetálico, el dinero se estabiliza en términos de ambos metales. A este fin, la cantidad de dinero emitida debe

estar limitada lo suficiente para evitar su depreciación en términos del metal de fineza *standard* que se emplee como dinero, pero no tiene que estar restringida tanto como para hacerlo subir de valor en términos del metal.

Es evidente que la estabilidad de una moneda en términos de oro (o plata) no es de especial importancia en y por sí misma; puede abogarse por semejante objetivo inmediato sólo si se puede demostrar que induce al dinero a funcionar en forma tal que facilite el comercio. Muchos partidarios del patrón oro insisten en que hace eso justamente: facilitar el comercio, tanto internacional como nacional. Se supone que facilita las transacciones económicas internacionales estabilizando los tipos de cambio entre distintas monedas. Cuando las unidades monetarias se mantienen constantes, en términos de oro, el tipo de cambio entre ellas es relativamente fijo y puede variar sólo en una cantidad que corresponda a los costes de transporte del oro de un país a otro. Y esta estabilidad de los tipos de cambio estimula la afluencia internacional de mercancías y fondos de inversión al eliminar los riesgos e incertidumbres que se ocasionarían por fluctuaciones en los tipos de cambio. Debemos recordar, sin embargo, que la estabilidad de los tipos de cambio solamente se asegura mientras *todas* las unidades monetarias abarcadas estén fijadas en términos de oro; una moneda que se mantiene constante en estos términos aún puede fluctuar en términos de unidades monetarias de patrón plata o de papel moneda. Por consiguiente, este argumento para la estabilización de la unidad monetaria de una nación

en términos de oro es válido sólo cuando otras naciones comercialmente importantes están también operando bajo un patrón oro; no puede utilizarse para apoyar el mantenimiento del patrón oro por un solo país.

Los partidarios del patrón oro arguyen con frecuencia que la estabilización de la moneda en términos de oro tiende también a facilitar el comercio nacional, y que lo hace combatiendo las políticas monetarias "excesivamente" inflacionarias y deflacionarias. Para impedir que su moneda se deprecie en términos de oro, los países deben contener las expansiones "excesivas" de la oferta de dinero. Y para evitar que suba el valor en términos de oro, deben abstenerse de restricciones "excesivas" de la oferta de dinero. Incluso si se admite que el mantener la moneda constante en términos de oro impide que las erráticas autoridades monetarias y bancos comerciales se entreguen a los mayores excesos de inflación y deflación, nadie puede pretender razonablemente que una política semejante marque el camino de cualquier cosa que se asemeje a un comportamiento ideal del dinero. La experiencia ha demostrado muchas veces que un dinero que es estable en términos de oro puede seguir soportando amplias fluctuaciones en su poder adquisitivo y puede dejar de actuar del modo más conducente a la obtención y mantenimiento del empleo total.

En el mejor de los casos, por consiguiente, el objetivo inmediato de estabilizar la unidad monetaria en términos de oro es inapropiado; aunque puede impedir que el dinero actúe inconvenientemente, no indica, ni

mucho menos, de qué modo ha de actuar el dinero. Para suministrar una dirección más específica es necesario algún otro objetivo inmediato. Reconociendo este hecho, cada vez mayor número de países que mantienen el patrón oro ha intentado dirigir su moneda en tal forma que asegure una mayor estabilidad de precios, o de actividad económica, o de algún otro objetivo que conduzca mejor a un empleo total y estable que la simple estabilización del dinero en términos de oro. Esto motiva una serie de preguntas importantes ¿es posible mantener constante la unidad monetaria en términos de oro y al mismo tiempo dirigirla de tal modo que tenga más probabilidades de conseguir y mantener el equilibrio económico, o una cosa impide la otra, o por lo menos hace más difícil su logro? Y si la estabilización del dinero en términos de oro (o de alguna otra mercancía) impide la realización de otros objetivos monetarios ¿no debe abandonarse el intento de estabilizar el dinero en términos de oro?

Estabilización del nivel de precios.—Un criterio de la política monetaria que ha encontrado considerable apoyo es la estabilización del nivel de precios. Esta política ha sido estimulada por un grupo importante de economistas; proyectos de leyes que pretendían imponer a la Junta de la Reserva Federal la obligación legal de emplear todas sus facultades para este fin fueron presentados y defendidos repetidamente, aunque sin éxito, en el Congreso; y en 1933 el Presidente Roosevelt declaró, en cuanto al objetivo monetario de su gobierno, que "cuando hayamos restablecido el nivel de precios, hemos de procurar esta-

blecer y mantener un dólar que no cambie su poder adquisitivo y de cancelación de deudas dentro de la próxima generación".

La experiencia parece, por lo menos a primera vista, prestar apoyo al argumento de que la estabilización de los precios es el criterio apropiado de la política monetaria. Períodos de baja de precios y particularmente de baja precipitada han sido, casi siempre, períodos de paralización económica tanto como de alteraciones arbitrarias en la riqueza e ingresos. Períodos de alza de precios, aunque no seguidos por un descenso simultáneo de la producción, han sido igualmente testigos de alteraciones considerables en la distribución de la riqueza e ingresos, y han ido seguidos por lo general de crisis económicas. Unicamente períodos de precios relativamente estables han podido combinar una prosperidad activa y sólida con un efecto en gran parte neutral sobre la distribución. Por consiguiente, lo que se deduce de esta experiencia es que una política dirigida hacia la estabilización de los precios tiene probabilidades de ser más efectiva en el logro de los objetivos esenciales del dinero. Desgraciadamente, ha de rechazarse este criterio por inadecuado y, en algunos casos, por erróneo. Sin embargo, antes de seguir sometiéndolo a crítica, hemos de reconocerle sus méritos. Son dos. En primer lugar, llama la atención sobre los perjuicios que causan las fluctuaciones espontáneas de los precios. Y en segundo lugar, indicaría en un buen número de casos el tipo adecuado de política monetaria a seguir. La autoridad monetaria se equivocaría raramente siguiendo una

política liberal frente a precios en baja o una política restrictiva frente a precios en alza. Los criterios de los tiempos pasados no han dado, en apariencia, ni siquiera esta medida de conducta. A pesar de sus méritos, sin embargo, la estabilización de precios no puede aceptarse como una dirección infalible o suficientemente provechosa.

Se hacen tres críticas principales de este criterio. La primera encuentra defecto más en la vaguedad de los defensores de la estabilización del nivel de precios que en el criterio mismo, si está bien definido. ¿Qué nivel de precios ha de estabilizarse? ¿El de los precios de menudeo? ¿El de los precios de venta al por mayor? ¿El coste de vida? ¿Los jornales? ¿Los precios de los valores? ¿Un índice compuesto incluyendo los precios de todas las cosas vendidas por dinero, tales como la *P* del método de transacciones de la teoría cuantitativa? Cuando la ciencia de los números índices estaba en su infancia, y se conocía menos acerca del funcionamiento de los precios, se suponía comúnmente que todos los tipos de números índices, por poco que abarcasen, funcionarían más o menos de la misma manera, sin tomar en cuenta su amplitud y ponderación. Ahora se sabe que distintos tipos funcionan de modo totalmente diferente, de manera que la política monetaria aconsejada puede variar considerablemente según se haya escogido uno u otro tipo de índice como guía. Este punto fué señalado por un miembro de la Junta de la Reserva Federal en 1928, al atacar un proyecto de ley que ordenaba a la Junta la estabilización del nivel de precios:

"Por ejemplo, en el período comprendido entre 1925 y 1927, los índices de precios al mayoreo del Departamento de Trabajo señalaron un descenso en los precios de un 12 por ciento aproximadamente; pero si se observa la curva del coste de la vida, el descenso fué escasamente de un 2 por ciento. Si se observa un índice compuesto como el de Mr. Snyder, apenas hubo descenso alguno".[1] Aun es posible encontrar períodos en los que algunos índices de precios subieron mientras otros bajaron. Sin embargo, como ya se indicó al principio de este párrafo, esta crítica se dirige más fundadamente contra la vaguedad de los proponentes de la estabilización de precios que contra la idea misma, y no tiene aplicación cuando el índice de precios a ser estabilizado está definido con esmero. Varios autores modernos han refutado esta objeción pidiendo que se estabilicen los precios medios de la producción actual de artículos terminados, porque es con referencia a la relación entre estos precios y los costes de producción como los empresarios determinan el volumen y tipos de producción que han de emprender, y es en estas cosas en las que los ingresos monetarios se gastan en gran parte, aunque no en su totalidad.

Pero aun cuando se haya definido claramente el criterio, sigue estando sujeto a críticas. La segunda surge del hecho de que las fluctuaciones del nivel de precios, a primera vista, son más bien un síntoma que una causa de la inestabilidad económica, y, como síntoma, puede presentarse con bastante claridad para ser recono-

[1] Declaración de Mr. Hamlin en las sesiones de la Cámara de Representantes, H. R. 11806 (1928), p. 393.

cido e indicar la necesidad de acción cuando el desarreglo del que es una manifestación ha progresado ya considerablemente. La "causa" o "causas" del alza o baja iniciales del nivel de precios de producción es, desde luego, una expansión o contracción de la demanda monetaria en relación al volumen material de producción ofrecido en venta. La mayoría de los economistas que abogan por la estabilización de precios ha reconocido este hecho, pero lo ha dejado a un lado, considerándolo de poca importancia; lo hacen así porque creen que el síntoma —cambios de los precios— ha de aparecer casi al mismo tiempo que sus causas fundamentales, dando la señal de acción antes de que se haya originado un serio perjuicio. Esta creencia se basa en la suposición de que muchas industrias están regidas por una competencia perfecta o casi perfecta, y que los precios son altamente sensibles a cambios fundamentales. Supuestas estas condiciones, sería indudable que las alteraciones en la demanda monetaria de producción se manifestarían casi inmediatamente en cambios de precios y que el volumen de la producción sería afectado solamente después y como consecuencia de los cambios en los precios.[2] Sin embargo, como se indicó anteriormente, los sistemas económicos del mundo occidental son, en un grado considerable, sistemas de precios insensibles y producción sensible. El aumento de las dimen-

[2] En condiciones de competencia perfecta cada empresario supondría que podría vender una cantidad ilimitada de su producto al precio de mercado, y que una alteración en la demanda de su producto tomaría necesariamente la forma de un cambio en el precio de mercado.

siones de la empresa individual, de los consorcios y carteles, el empleo de políticas de control de precios, la legalización del mantenimiento de precios y su fijación por parte del gobierno —todas estas y otras influencias igualmente han contribuído a la inflexibilidad de los precios, y han aumentado probablemente el grado en que las fluctuaciones en la demanda monetaria se manifiestan sobre la producción y el empleo antes que sobre los precios.

La Reserva Federal, debido en parte a la creencia de que el nivel de precios da su aviso demasiado tarde para permitir el uso de medidas preventivas y cuando más sólo puede señalar el camino del remedio, rechazó la estabilización de precios como criterio conveniente de la política de créditos. Como la Junta de la Reserva Federal declaró en 1923, "la administración de créditos debe estar informada de lo que está en gestación o en proceso en el movimiento de los negocios antes de que se manifieste en el índice de precios. Este no hace más que registrar un hecho consumado".[3]

La tercera crítica hecha a la estabilización de precios como criterio de la política monetaria es que no establece diferencias entre los cambios equilibrantes o desequilibrantes del nivel de precios de la producción. Quienes lanzan esta crítica no defienden todas las fluctuaciones de los precios; están dispuestos a admitir que algunas —y aun muchas— de las que han ocurrido en el pasado han sido influencias perturbadoras, y que debió haberse impedido que ocurrieran. En esta categoría incluyen

[3] *Annual Report of the Federal Reserve Board,* 1923, p. 32.

todas las variaciones de los precios de la producción que pueden atribuirse a expansiones y contracciones de la oferta de dinero, al desatesoramiento de dinero y a las fluctuaciones en el volumen material de actividad debidas a cambios en la oferta total de factores disponibles de producción; el crecimiento de la población obrera, la explotación de nuevas tierras, y la acumulación de capital. Sin embargo, hacen hincapié en que los cambios de los precios atribuibles a cambios en la verdadera eficacia de la producción son de distinta categoría. Los cambios en los precios paralelos a los cambios en los costes reales de producción no son incompatibles con el mantenimiento de márgenes normales de utilidades y de empleo total y estable; más bien debe permitirse que tengan lugar si ha de evitarse el desequilibrio. Nos ocuparemos aquí únicamente de los aumentos en la eficacia de la producción, porque éste es el caso que tiene importancia en una economía progresiva.

Los aumentos en la eficacia real de la producción pueden lograrse de muchas maneras; por ejemplo, los nuevos inventos, una utilización más amplia de los inventos que ya existen, mejores técnicas de organización y dirección de negocios, mayor vigor e inteligencia de obreros y directores y una mejora en las relaciones obreras que reduzca la desgana y sabotaje. Pero, cualquiera que sea su causa, toda expansión de la producción media por factor productivo debe hacer bajar el coste monetario por unidad de producción, a falta de un aumento proporcional en la remuneración media a los factores productivos. Esto puede ilustrarse con un ejemplo hi-

potético. Supongamos que en la situación original 100 unidades de factores productivos producen 100 unidades de producción por período y reciben una remuneración de $90, de modo que el coste medio por unidad de producción es de 90 cts. Esta producción se vende a un precio medio de $1, o sea que el margen de utilidades del empresario es de 10 cts. por unidad. Esta situación se altera luego por un aumento de un 10 por ciento en la eficacia real de la producción, de modo que el mismo total de factores productivos puede producir 110 unidades por período. Si la remuneración monetaria total a los factores productivos permanece inalterable, el coste monetario por unidad bajará a 82 cts., (90/110=82) de modo que el precio de venta por unidad podrá bajar a 92 cts. sin disminuir el margen de 10 cts. del empresario. De hecho, si el precio de producción se mantiene a $1, y el tipo medio de pago a los factores productivos no sube, las utilidades del empresario se aumentarán a 18 cts. por unidad. Así, los márgenes de utilidades del empresario pueden ensancharse anormalmente con igual seguridad manteniendo constantes los precios de venta frente a costes decrecientes que subiendo los precios de venta mientras los costes quedan por bajo. Y en ambos casos el auge resultante de los negocios ha de derrumbarse cuando, como ha de suceder tarde o temprano, los márgenes de utilidades se estrechan otra vez debido al alza de los niveles de costes en relación con los precios de venta.[4] Es evidente que esta crítica de la estabilización de

[4] A la misma conclusión se llega por otro razonamiento; algunos técnicos señalan que los precios de venta pueden sostenerse, frente

precios no tendría fundamento si los factores productivos recibieran salarios nominales que cambiasen siempre en razón directa de su productividad. Sin embargo, no se puede confiar en tal funcionamiento de los niveles de costes en nuestro sistema económico.

Varios economistas, que creen que el funcionamiento de los precios proporciona el criterio más útil de la política monetaria, pero admiten la validez de la primera y tercera —especialmente ésta última— de las críticas recien expuestas a propósito de la estabilización de precios, han abogado recientemente por que el dinero sea dirigido de manera que ocasione que el nivel de precios de la producción cambie únicamente como reacción a cambios en la eficacia de la producción. Si esto se hiciera con éxito, los niveles de precios de la producción variarían en relación directa a los costes reales. Este criterio es superior, teórica, si no administrativamente, al de la estabilización de precios. Pero a pesar de su superioridad también está sujeto a la segunda crítica contra la estabilización de precios anteriormente expuesta: que los cambios de los precios son un síntoma y no una causa fundamental, y que como síntoma tienen probabilidades de aparecer demasiado tarde para prescribir una acción

a una eficacia creciente, sólo por un exceso de la inversión sobre el ahorro, lo que supone un estímulo anormal de las industrias de artículos de inversión. Cuando la afluencia de nuevo dinero para mantener los precios es detenida o incluso debilitada apreciablemente, se desanima la inversión, lo cual podrá ocasionar una contracción no sólo en las industrias de artículos de inversión sino también en cualquier otra. Para una buena y breve exposición de este problema ver la de E. F. M. Durbin en las pp. 261-268 del *What Everybody Wants to Know About Money*, de D. H. Cole (Nueva York, 1934).

preventiva, y es posible que también para provocar remedios efectivos. Puesto que los precios no son sino síntomas y puesto que es la magnitud de la demanda monetaria de producción lo que tiene fundamental importancia, parecería deseable emplear no los precios, sino el funcionamiento de la demanda monetaria de producción como criterio de la política monetaria. El criterio inmediato habría de ser el de establecer y mantener aquel volumen de demanda monetaria de producción que se acercara más a asegurar un empleo total y constante. Sin embargo, antes de continuar exponiendo este criterio, es necesario examinar otros guías inmediatos que se han propuesto y que, aunque no son ni adecuados ni dignos de confianza, subrayan perturbaciones que deben ser evitadas.

Estabilización de la cantidad de dinero.—Otro criterio que también se ha propuesto, aunque nunca ha gozado sino de escaso padrinazgo entre los economistas, es el de estabilizar la cantidad de dinero. Según esta propuesta, la meta inmediata de la política monetaria debería ser la de mantener constante la cantidad total de dinero, incluyendo igualmente el efectivo y los depósitos en circulación de los bancos. No se requiere un análisis detallado para descubrir que este criterio no es el más adecuado a adoptar. Una oferta constante de dinero no aseguraría en manera alguna un funcionamiento apropiado de la demanda monetaria de producción. Esta demanda monetaria seguiría fluctuando a causa del atesoramiento y desatesoramiento, y tendría muy pocas probabilidades de llegar a una expansión suficiente para retirar del mercado a pre-

cios remunerativos la producción aumentada que hiciera posible la creciente oferta de trabajo y otros factores productivos.[5] La política monetaria adecuada exige no una cantidad constante de dinero, sino una cantidad de dinero que varíe del modo que mejor conduzca a conseguir el funcionamiento deseado de la demanda monetaria de producción.

Aunque no se puede aceptar como guía de la política monetaria, este criterio despierta nuestra atención sobre los dañosos efectos de fluctuaciones inadecuadas en la oferta de dinero. De hecho, parece haber surgido como una protesta contra las arbitrarias y caprichosas expansiones y contracciones del dinero que demasiado frecuentemente han originado perturbaciones y han agravado y prolongado las originadas en cualquier otra parte del sistema económico. Su aportación positiva es la de condenar toda variación en la oferta de dinero que no pueda demostrarse que conduzca al logro de un continuo empleo total.

Estabilización de los gastos totales (MV).—Un tercer criterio propuesto es la estabilización del ritmo de gastos monetarios en todos los artículos, servicios y valores —la *MV* de la ecuación de cambio—. También se expresa este criterio como "estabilización de la oferta

[5] A la misma conclusión se llega por cualquier tipo de la teoría monetaria utilizado para fines de análisis. En términos del método de transacciones de la teoría cuantitativa, una *M* constante, frente a fluctuaciones ya en *V* o en *T*, o en ambas, permitiría la fluctuación de *P*. Según el método de saldos monetarios, una oferta de dinero constante frente a una demanda fluctuante dejaría fluctuar el valor del dinero. La teoría-mercancía llega a la misma conclusión a través de un análisis de la oferta y de la demanda de oro.

efectiva de dinero". Como objetivo es superior al de estabilizar la cantidad de dinero solamente, porque reconoce que el volumen de gastos monetarios está influído por fluctuaciones tanto en la velocidad como en la cantidad de dinero. No obstante, es demasiado inexacto para ser aceptable. El estabilizar los gastos monetarios de todo lo incluído en T —servicios y todos los tipos de artículos y valores, tanto nuevos como de segunda mano— no asegura en manera alguna un funcionamiento adecuado de la demanda monetaria de producción nueva. De hecho, la estabilización de MV iría casi seguramente acompañada de fluctuaciones en la demanda monetaria de artículos nuevos y servicios. Si se adoptase este criterio en una economía creciente en población y oferta de capital, el aumento a largo plazo entre las diferentes etapas del proceso del comercio productivo y en valores de segunda mano, bienes raíces y otros artículos absorbería progresivamente mayores cantidades de gastos y dejaría progresivamente menores cantidades para gastar en la producción del momento. Sobre períodos más largos, pues, una MV constante —aun si pudiera mantenerse— iría probablemente acompañada de una demanda decreciente de producción nueva. Y durante períodos más cortos, los aumentos y disminuciones en los gastos en estos otros elementos del comercio dejarían alternativamente menores y mayores cantidades para gastar en producción actual.[6]

Estabilización de la demanda monetaria de producción corriente de artículos terminados y servicios.— Quien acepte el punto de vista expresado anteriormen-

[6] Cf. pp. 115-116.

te, que la demanda monetaria de producción terminada ocupa una posición estratégica en el proceso económico, tiene probabilidades de deducir que la política monetaria más conducente al logro de un continuo empleo total es la que lleva a la estabilización de la demanda monetaria de producción actual de artículos terminados y servicios. Esta sería probablemente la política más satisfactoria para una economía estática con una capacidad productiva estable. Una demanda monetaria constante de una cantidad constante de producción terminada real, permitiría, si los niveles de costes permanecieran adecuadamente ajustados, el mantenimiento de las utilidades del empresario y no le incitaría a reducir su esfera de acción. Incidentalmente, mantendría también un nivel estable de precios para la producción terminada.

Una política de estabilización de la demanda monetaria total de producción terminada sería igualmente más satisfactoria para una economía en la que la capacidad productiva estuviera ampliándose, si esta expansión de la producción pudiera atribuirse, únicamente, a un aumento de la eficacia real de la producción, esto es, a un aumento de la producción media por unidad de factores productivos. Esto da por supuesto nuevamente que no hay aumento en el coste monetario medio por unidad de factores productivos. En este caso, como en el de la economía estática, el mantenimiento de una demanda monetaria total estable de producción terminada mientras los costes monetarios totales permaneciesen constantes, permitiría el mantenimiento de las utilidades del

empresario. Necesitaría, claro está, un descenso en el nivel de precios para la producción terminada, pero este descenso en los precios de venta quedaría neutralizado por el de los costes monetarios por unidad, de modo que no tendría lugar ninguna deflación de las utilidades netas del empresario.[7]

Aumento en la demanda monetaria de producción en proporción a la oferta de factores productivos: estabilización del ingreso monetario medio por unidad de factores productivos.—Aunque la estabilización de la demanda total de producción terminada es probablemente la política monetaria más satisfactoria cuando la capacidad productiva permanece constante o aún cuando está creciendo como consecuencia de los aumentos en la eficacia real de la producción, es demasiado severa para utilizarse cuando la capacidad de la producción está aumentando como resultado de los incrementos a la oferta de factores productivos. Este mantenimiento de una demanda monetaria constante de producción terminada frente a una oferta creciente de agentes productivos en forma de trabajo, tierra y capital está expuesto a causar una deflación y a retardar la absorción de estas facilidades productivas adicionales dentro del proceso económico. Con un nivel fijo de entradas de dinero para la producción terminada, que sería el caso si la demanda monetaria de producción permaneciera constante, los empresarios no podrían subir el total de lo que pagan por sus costes sin sufrir una mengua en sus utilidades. Y el empleo de agentes de producción adicionales aseguraría un aumento en los costes monetarios

[7] Cf. p. 276.

totales si la remuneración media a los factores productivos dejase de bajar en razón inversa del aumento en su oferta. En una economía de competencia perfecta y sin rozamientos, se podría confiar en que un descenso semejante de los costes monetarios mantendría las utilidades del empresario y haría remunerativo el empleo de agentes productivos adicionales. Pero en una economía caracterizada por costes de reacción lenta no puede seguirse esta política.

Un sistema económico en el que las remuneraciones a los factores de la producción sólo pueden ser reducidas lentamente, la demanda monetaria de producción terminada habría de aumentar en una proporción igual a la del aumento en la oferta de factores de la producción, de manera que los empresarios puedan absorber todos los factores disponibles, pagarles una remuneración media constante por unidad, y todavía mantener sus utilidades. En otras palabras, la demanda monetaria de producción terminada debería hacerse subir a un ritmo capaz de asegurar el mantenimiento de un ingreso medio estable por unidad de factor productivo. En términos del método de ingresos de la teoría cuantitativa, esto requeriría un aumento de *MX,* el total de gastos monetarios por la producción terminada.[8] En términos de la teoría de ingresos y gastos, necesitaría un exceso de la inversión sobre el ahorro, que podría llevarse a cabo por desatesoramiento o por un aumento en la oferta de dinero, o por una combinación de las dos cosas. Si este criterio de estabilizar el ingreso medio por unidad de factor pro-

[8] Cf. p. 114.

ductivo fuera adoptado, el nivel de precios de la producción podría descender en respuesta a los aumentos en la eficacia real de la producción, pero no por alguna otra razón.

Debe subrayarse que la adopción de este criterio, e incluso la realización de sus objetivos inmediatos, no aseguraría el logro y mantenimiento de un empleo completo y estable. Podría dejar de alcanzar esta codiciable situación a causa de obstáculos de carácter no monetario. No obstante, tal política haría todo lo que razonablemente puede pedirse del dinero: impediría que éste originara perturbaciones y que agravase y prolongase las que se originasen en otros sectores de la economía. Aun el mejor sistema monetario concebible sería incapaz de llevar a cabo, sin ayuda, la totalidad de los diferentes ajustes, que continuamente se requieren en un dinámico sistema económico y que con demasiada frecuencia son desbaratados por las actividades de grupos particulares o públicos.

Métodos para Lograr el Comportamiento Adecuado de la Demanda Monetaria de Producción

Aunque el propósito fundamental de este capítulo era examinar los objetivos de la política monetaria y descubrir de qué manera ha de funcionar el dinero, parece conveniente apuntar brevemente algunos de los problemas que implica el seleccionar y desarrollar los métodos que deben emplearse para la obtención de estos objetivos. ¿Cómo ha de conseguirse el funcionamiento adecuado de la demanda monetaria de producción? ¿Por

medidas puramente monetarias? Si ha de ser así ¿por qué tipo de medidas monetarias? ¿Por medidas no monetarias, y, en ese caso, por qué tipo de medidas? ¿O han de emplearse medidas monetarias y no monetarias, conjuntamente?

Medidas monetarias para controlar la demanda monetaria de producción.—Es evidente que el control de la oferta monetaria es una condición necesaria, aunque no suficiente, para el logro y mantenimiento de una conducta adecuada de la demanda monetaria de producción. La necesidad de cierta regulación, por lo menos de la oferta de dinero, por parte del gobierno, ha sido admitida desde hace mucho aun por quienes más vehementemente se oponen a la intervención del gobierno en otros asuntos económicos. Muchos economistas dudan, sin embargo, que los funcionarios del gobierno y bancos centrales puedan llegar nunca a estar capacitados para ejercer la necesaria medida de control mientras la oferta de dinero dependa en tan alto grado de las operaciones de préstamo e inversión de los bancos comerciales. No puede haber discusión en cuanto a la capacidad de esas autoridades para limitar una expansión de la oferta de dinero dentro de la presente estructura bancaria si proceden con inteligencia y con valor; aumentando los requisitos de reserva de los bancos comerciales y reduciendo el volumen disponible de reservas pueden forzar al sistema bancario a limitar su creación de dinero. Pueden estar también prácticamente seguros de que en períodos de optimismo el sistema bancario no permitirá una acumulación de reserva excedentes, y de que ensanchará su crédito sobre la base de todo aumento

en las reservas o toda disminución en los requisitos de reserva que juzguen conveniente permitir. Pero probablemente han de tener menos éxito si se trata de impedir una disminución o de provocar un aumento en la oferta de dinero en períodos en los que las previsiones son desfavorables. En tales ocasiones un incremento de las reservas bancarias o una mengua de los requisitos de reserva de los bancos hace posible, pero no obliga, una expansión del crédito bancario. Como un autor ha dicho, aunque un globo no puede subir si no se desatan sus amarras, por mucho que se le soltasen las amarras no se haría subir a un globo que fuese más pesado que el aire. Y, desgraciadamente, es en el mismo momento en que existen estas circunstancias desfavorables cuando las autoridades monetarias deberían aumentar la oferta de dinero para neutralizar, por lo menos hasta cierto punto, el atesoramiento que se está llevando a cabo.

Por estas razones muchos economistas han venido a creer que no puede esperarse una política monetaria adecuada de los bancos comerciales que funcionan sometidos a las actuales leyes y sistemas de administración. En primer lugar, apuntan que las leyes de reserva existentes —que fijan los requisitos de reserva solamente sobre la base del volumen de los depósitos sin relación con la velocidad— no indicarían a los bancos la política apropiada que hubieran de seguir incluso si el interés esencial de estas autoridades estuviera en asegurar un funcionamiento adecuado de la oferta de dinero. Y, en segundo lugar, los bancos están fundamentalmente interesados no en sus efectos sobre la oferta de dinero, sino más bien en la otra de

sus dos funciones: prestar e invertir. Hay varias razones para esto. Muchos bancos no comprenden su capacidad para alterar la oferta de dinero, y aún es corriente entre ellos el insistir en que no fabrican dinero sino que "simplemente aceptan depósitos y los prestan". Además, y esto es probablemente un factor más poderoso para desviar la atención de los bancos de su influencia sobre la oferta de dinero, la mayor parte de las ganancias de los bancos se deriva de sus préstamos e inversiones, y el objeto de un banco, desde el punto de vista de sus propietarios, es obtener beneficios.

Para algunos críticos estos defectos en el sistema bancario son tan fundamentales que exigen una reforma básica. La propuesta de una reforma bancaria absoluta que se ha discutido más ampliamente en los últimos años es la que establecería "un sistema bancario 100%".[9] En interés de un control más firme de la oferta de dinero, los defensores de esta reforma proponen que las funciones actuales de los bancos comerciales sean divididas en tres cuerpos: una autoridad monetaria central, un sistema de bancos de depósito y un sistema de instituciones de préstamo e inversión. La autoridad monetaria central, que sería un organismo gubernamental sin fines lucrativos, sería el único con poder de emitir y retirar dinero. Los bancos de depósito existirían con el solo fin de compensar cheques, transferir la propiedad de los depósitos del

[9] Aunque planes de este tipo fueron formulados independientemente y casi al mismo tiempo por diferentes personas, la exposición más clara de la estructura y de la razón del sistema propuesto es la de Irving FISHER en su libro *100 % Banking*, Nueva York, 1935.

pagador al tenedor, y mantener la libre interconversión de efectivo y depósitos; habrían de mantener con las autoridades monetarias centrales reservas iguales al cien por ciento de sus depósitos, y no se les permitiría efectuar préstamos e inversiones o influir de cualquier otra forma sobre la cantidad de dinero. Las instituciones de préstamo e inversión no podrían emitir dinero; su función sería acumular los ahorros voluntarios de la comunidad y facilitar su salida para la inversión. Y la cantidad que podrían prestar se limitaría a la cantidad de ahorros voluntarios que pudiesen acumular.

No es posible evaluar aquí los méritos del plan de un "sistema bancario 100%". Sólo introdujimos ahora el plan propuesto para indicar la naturaleza y medida de los cambios estructurales en el sistema bancario que muchos economistas creen necesarios antes de que la cantidad de dinero pueda someterse a un control continuo y seguro.

No obstante, aun suponiendo que la cantidad de dinero se ha puesto por unos medios u otros bajo control continuo y seguro, seguimos frente a la pregunta fundamental ¿sería factible controlar la demanda monetaria de producción terminada solamente controlando la cantidad de dinero? Como se ha declarado varias veces, la demanda monetaria de producción terminada puede variar no sólo a causa de las fluctuaciones en la oferta de dinero, sino a causa también del atesoramiento y desatesoramiento o, como lo expresaría el método de ingresos de la teoría cuantitativa, a causa de las variaciones en la velocidad-circuito del dinero. Si la oferta de dinero fuese

controlada y se la impidiese agravar las fluctuaciones de los negocios, las variaciones en la velocidad-circuito menguarían considerablemente, aunque seguramente continuarían existiendo. ¿Sería factible contrarrestar tales atesoramiento y desatesoramientos como los que aún persistirían contrayendo y expandiendo la oferta de dinero? Parece probable que la autoridad monetaria podría, provocando una contracción de la cantidad de dinero, impedir que el desatesoramiento hiciera subir el consumo y la inversión por encima del nivel deseado. Por otra parte, menor éxito podrá esperarse de los intentos de neutralizar el atesoramiento por una expansión de la cantidad de dinero; esto es particularmente cierto después de que las previsiones son menos optimistas. En tales ocasiones, hay probabilidades de que el dinero recién creado se ahorre, especialmente si se pone en manos de personas o instituciones en lugar de verterse en inversiones. Esto es así porque, cuando las previsiones de utilidades de los empresarios son desfavorables, es posible que una tasa de interés que es lo suficientemente baja como para hacer lucrativo el volumen de inversión requerido para subir los ingresos monetarios de la comunidad al nivel deseado sea tan baja que los miembros de la comunidad no hagan sus fondos de inversión disponibles para su utilización.[10] La posibilidad de atesoramiento del dinero bajo las leyes actuales permite el alejamiento de los fondos de inversión del mercado e impide que las tasas de interés bajen lo bastante para hacer subir la inversión al nivel requerido para el total empleo.

[10] Cf. p. 224.

Para algunos economistas el remedio contra esta situación es evidente. Si la libre posibilidad de atesoramiento del dinero es responsable de mantener las tasas de interés excesivamente altas y de disminuir la demanda monetaria de producción, debería ponérsele término.

El atesoramiento debería hacerse tan caro, que los propietarios de dinero o lo gastaran en consumo o lo dejaran disponible para la inversión, cualesquiera que fuesen las tasas de interés que se les ofrecieran.[11] Esto, afirman, debería hacerse gravando con impuestos el mantenimiento de dinero. El impuesto habría de aumentar según el tiempo durante el que se guarda el dinero, y el dinero mantenido por más tiempo de lo estipulado podría incluso ser confiscado.

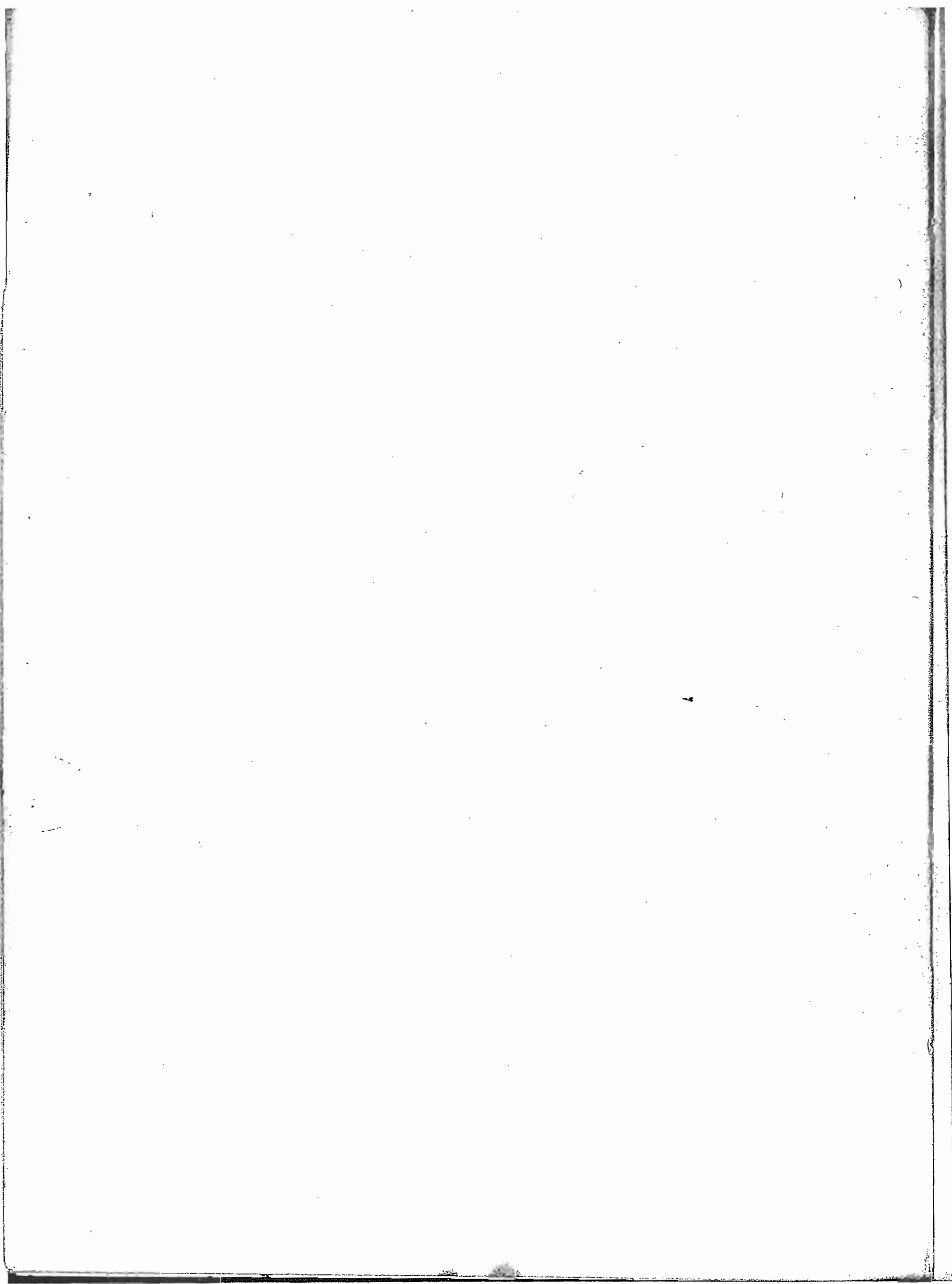
De esta manera se suprimiría la ventaja, perjudicial a la sociedad, concedida a los acaparadores de dinero por las leyes existentes; la gente se vería obligada a dejar todos sus ahorros disponibles a tasas de interés tan bajas como fuera necesario para comprar todas las existencias del mercado, tal vez aun a tasas de interés negativas en períodos de baja de la demnada de fondos de inversión, y se impediría que disminuyera el ritmo de gastos.

[11] Aunque es aventurado señalar la paternidad de las ideas económicas, la propuesta de encarecer el atesoramiento de dinero parece haber sido originada por Silvio GESELL. Una exposición completa de sus puntos de vista se presenta en su libro *The Natural Economic Order*, San Antonio, 1930. No obstante, la propuesta ya se había publicado en alemán en 1906. Una breve exposición y análisis del plan de Gesell es la de H. T. N. GAITSKELL en *What Everybody Wants to Know About Money*, de G. D. H. COLE, Nueva York, 1934, pp. 311-324. Un libro razonado y escrito brillantemente que presenta una propuesta de este tipo es el de Arthur DAHLBERG, *When Capital Goes on Strike*, Nueva York, 1938.

Ningún juicio acerca de la posibilidad de emplear impuestos para controlar la velocidad del dinero es posible ahora. Está aún por hacerse un cabal análisis teórico del plan, y los pasados experimentos han cubierto áreas tan pequeñas y tan cortos períodos de tiempo que son prácticamente inútiles como guía de política monetaria.

Medidas no monetarias para controlar la demanda de producción.—Aún no sabemos con qué posibilidades de éxito pueden utilizarse medidas puramente monetarias para controlar la demanda monetaria de producción. Las autoridades monetarias no han utilizado los distintos medios que ahora poseen con suficiente ánimo y energía para indicar cuán efectivas pueden ser, y sólo podemos hacer conjeturas sobre la probable eficacia de los nuevos instrumentos de control que pueden añadirse a su equipo. No obstante, es casi seguro que las autoridades monetarias provistas sólo de sus armas actuales no conseguirán obtener el grado deseado de control si han de combatir políticas económicas enemigas de un carácter no monetario. No puede esperarse lógicamente que controlen el total de consumo e inversión si la administración pública acelera sus inversiones en los períodos de prosperidad, y reduce su demanda de ahorros durante las depresiones; si la política actual estimula o incluso apoya la excesiva especulación en los mercados de valores, con sus efectos sobre previsiones, hábitos de consumo y emisiones de valores; si el poder de monopolio existe y los precios de venta se mantienen tan inflexibles que las alteraciones en la demanda ejercen los más de sus efec-

tos sobre el volumen de la producción y del empleo; si los salarios y otros costes se determinan sin la debida atención a sus efectos sobre las utilidades del empresario y el volumen de empleo; si se hace que los impuestos graviten más sobre las empresas durante períodos de depresión; y si las políticas comerciales internacionales cierran los mercados cuando más se necesitan. No puede esperarse razonablemente que medidas puramente monetarias alcancen sus objetivos si han de combatir todo el tiempo políticas económicas tan poco amistosas. Los economistas están llegando a creer cada vez más que los problemas económicos creados por la inestabilidad y por el empleo deficiente de los recursos pueden ser solucionados sólo si se atacan simultáneamente en todos los frentes por un número de medidas coordinadas y que se presten mutuo apoyo. Una política monetaria adecuada debe ser incluída como parte esencial de este programa.



SELECCION DE LECTURAS COMPLEMENTARIAS

CAPITULO I: EL DINERO Y EL PROCESO ECONOMICO

A. *Las Funciones del Dinero.*

Helfferich, Karl. *Money*. Londres, 1927. Parte II, capítulos I-III.

Jevons, W. S. *Money and the Mechanism of Exchange.* Nueva York, 1883, capítulos I-IX.

B. *Medida de los Cambios en el Nivel de Precios: Números índices.*

Fisher, Irving. *The Purchasing Power of Money.* Nueva York, 1926, capítulos IX y X y apéndice al capítulo X.

Buena exposición, breve y fácil de comprender, del empleo de números índices y algunos de los problemas que implica su construcción.

—— *The Making of Index Numbers.* Boston y Nueva York, 1923.

Desarrollo completo y agotador del tema.

King, W. I. *Index Numbers Elucidated.* Nueva York, 1930.

Buena exposición de la construcción, uso e interpretación de los números índices.

C. *Consecuencias de los Cambios en el Valor del Dinero.*

Keynes, J. M. *Monetary Reform.* Nueva York, 1924, capítulo I.

CAPITULO II: EL METODO DE TRANSACCIONES DE LA TEORIA CUANTITATIVA: PRINCIPIOS GENERALES

A. *Primera Exposición de la Teoría Cuantitativa.*

Hume, David. *Essays, Literary, Moral, and Political.* Londres, Ensayo XXV: "Del Dinero". (Existe traducción española, hecha del francés.)

Tiene especial interés en este ensayo la descripción que hace Hume de los efectos de los cambios en la oferta de dinero sobre la actividad económica.

B. *Exposición Moderna de la Teoría Cuantitativa.*

Fisher, Irving. *The Purchasing Power of Money.* Nueva York, 1926 (primera edición en 1911).

Esta es la presentación más conocida y más ampliamente desarrollada del método de transacciones de la teoría cuantitativa. El lector ha de tener presente, sin embargo, que cuando apareció la primera edición de este libro (1911), los economistas aún se ocupaban esencialmente de los efectos a largo plazo o normales, antes que de los de corto plazo o transitorios. Quienes se ocupan de la teoría monetaria hoy día se interesan más por lo que Fisher llama "períodos de transición.".

C. *Evaluaciones Generales de la Teoría Cuantitativa.*

Anderson, B. M. *The Value of Money.* Nueva York, 1917.

Esta aguda crítica de la teoría cuantitativa en general y del *Purchasing Power of Money* de Fisher en particular contiene algunos análisis brillantes tanto como muchos errores y afirmaciones gratuitas.

Keynes, J. M. *The General Theory of Employment, Interest and Money.* Nueva York, 1936. Para los puntos importantes de este libro, consúltese su índice. (El Fondo de Cultura Económica edita una traducción española.)

Marget, Arthur W. *The Theory of Prices.* Nueva York, 1938, volumen I.

Muchas secciones de este libro contienen exposiciones y evaluaciones de la teoría cuantitativa.

D. *Factores que influyen en la Oferta de Dinero.*

1. DETERMINANTES GENERALES DE LA OFERTA DE DINERO.

Cf. los párrafos importantes de Fisher y Anderson ya citados.

Currie, L. B. *The Supply and Control of Money in the United States.* Cambridge, 1934.

2. LOS BANCOS COMERCIALES Y LA OFERTA DE DINERO

Crick, W. F. "La Génesis de los Depósitos Bancarios", *Económica,* junio, 1927.

Phillips, C. A. *Bank Credit.* Nueva York, 1926, capítulos I-III.

E. *La Velocidad del Dinero.*

Cf. los párrafos importantes de Fisher, Anderson y Marget ya citados.

Ellis, H. S. "Algunos Puntos Fundamentales de la Teoría de la Velo-

cidad", *Quarterly Journal of Economics,* mayo, 1938, pp. 431-472.
Este artículo cumple un valioso servicio describiendo el proceso según el cual varía la velocidad.
Wicksell, Knut. *Interest and Prices.* Nueva York, 1936, capítulo VI.

CAPITULO III: EL METODO DE TRANSACCIONES DE LA TEORIA CUANTITATIVA: APLICACIONES

A. *Estudios de los Casos en que se Utiliza el Método de Transacciones de la Teoría Cuantitativa para Analizar el Funcionamiento de los Precios.*

Bresciani-Turroni, Constantino. *The Economics of Inflation.* Londres, 1937.
Un análisis detallado de la inflación en Alemania, 1914-1923.
Graham, F. D. *Exchange, Prices and Production in Hyper-Inflation: Germany, 1920-1923.* Princeton, 1930.
Excelente análisis de este período.
Kemmerer, E. W. *Money,* Nueva York, 1935, capítulos X-XIII.
Este libro contiene breves resúmenes de las inflaciones en Francia (1789-1796), Inglaterra (1797-1821), Estados Unidos (1861-1865), y Alemania (1914-1923). Contiene también bibliografía sobre esas inflaciones.

B. *La Dispersión de los Precios.*

Fisher, I. *The Purchasing Power of Money.* Nueva York, 1926, capítulo IX.
Means, G. C. *Industrial Prices and their Relative Inflexibility.* Washington, 1935.
Mills, F. C. *Prices in Recession and Recovery.* Nueva York, 1936.
Tucker, R. S. "Las Razones de la Rigidez de los Precios", *American Economic Review,* marzo, 1938.

CAPITULO IV: EL METODO DE SALDOS MONETARIOS DE LA TEORIA CUANTITATIVA

A. *Exposición del Método de Saldos Monetarios de la Teoría Cuantitativa.*

Keynes, J. M. *Monetary Reform.* Nueva York, 1924, pp. 81-95.
—— *A Treatise on Money.* Nueva York, 1930, volumen I, pp. 222-233.
Marshall, A. *Money, Credit and Commerce.* Londres, 1923, libro I, capítulo IV.

Pigou, A. C. "El Valor del Dinero", *The Quarterly Journal of Economics,* volumen XXXII, noviembre, 1917, pp. 38-65.

Robertson, D. H. *Money*. Nueva York, 1929, pp. 30-43, 195. (Hay traducción española del Fondo de Cultura Económica.)

B. *Evaluación del Método de Saldos Monetarios de la Teoría Cuantitativa.*

Marget, A. W. *The Theory of Prices.* Nueva York, 1938, volumen I, capítulos XV-XVI.

CAPITULO V: TEORIAS DEL DINERO COMO MERCANCIA

A. *Presentación de las Teorías del Dinero como Mercancía.*

Laughlin, J. L. *The Principles of Money.* Nueva York, 1903, capítulo IX.

Laughlin pretende que el valor del oro depende de la oferta y de la demanda de oro con relación a la oferta y demanda de otras mercancías.

Mill, J. S. *Principles of Political Economy.* Londres, 1885, libro II, capítulos VIII y IX. (Hay traducción española del Fondo de Cultura Económica.)

En estos capítulos Mill presenta y reconcilia la teoría cuantitativa y la del coste de producción.

Warren, G. F., y Pearson, F. A. *Gold and Prices.* Nueva York, 1935.

Muchos suponen que esta teoría de las relaciones entre oro y precios ha sido la base de la política de oro seguida por Roosevelt en 1933-1934.

B. *Evaluación y Crítica de las Teorías del Dinero como Mercancía.*

Hardy, C. O. *Is There Enough Gold?* Washington, 1936.

La primera parte de este libro es un estudio de la oferta y demanda de oro. La segunda es una apreciación de la teoría Warren-Pearson de los precios.

Heilperin, M. A. *International Monetary Economics.* Nueva York y Londres, 1939, capítulos II-IV.

En esta excelente y breve exposición, Heilperin critica el análisis de Cassel del llamado "problema del oro" y pone en duda el provecho de emplear el análisis de la "oferta y demanda de oro" para un sistema monetario en el que sólo una pequeña parte —si la hay, efectivamente— del medio circulante se compone de oro.

C. *Estudio de los Precios Establecidos en Términos de Demanda y Oferta de Oro.*

Cassel, G. *The Theory of Social Economy.* Nueva York, 1924, capítulo IX. (Hay traducción española.)
Un intento, muy criticado recientemente, de calcular la proporción del aumento en la oferta de oro que se requeriría para impedir una baja en los precios.
Royal Institute of International Affairs. *The International Gold Problem.* Londres, 1931.
Una colección de ensayos sobre las funciones del oro, su producción y consumo, y su funcionamiento adecuado.

D. *Devaluación de las Monedas Oro como Medio de Subir los Precios.*

Gilbert, M. *Currency Depreciation and Monetary Policy.* Filadelfia, 1939.
Hardy, C. O. *Devaluation of the Dollar.* Chicago, 1933 (folleto).
Harris, S. E. *Exchange Depreciation.* Cambridge, 1936.

CAPITULO VI: EL METODO DE INGRESOS Y GASTOS: PRINCIPIOS GENERALES

A. *La Controversia entre los Economistas Clásicos y los Disidentes sobre la Suficiencia del Poder Adquisitivo.*

Martin, P. W. *The Problem of Maintaining Purchasing Power.* Londres, 1931, capítulos I y II.
Una excelente y breve exposición de la controversia. En las notas al pie de página se dan referencias acerca de los miembros que componen ambas partes. Este libro merece mucha más atención de la que le han dispensado los economistas.
Say, J. B. *A Treatise on Political Economy,* cuarta edición americana. Filadelfia, 1830, libro I, capítulo XV.
Es probablemente la declaración más conocida de la opinión de los economistas clásicos en cuanto a la suficiencia del poder adquisitivo.

B. *El Significado de Ingresos Monetarios.*

Kuznets, S. *National Income and Capital Formation, 1919-1935.* Nueva York, 1937, pp. 1-39.

C. *Tipos de la Teoría de Ingresos y Gastos.*

Se han desarrollado en los últimos años varias formas de la teoría de ingresos y gastos. Aunque tienen mucho en común —en

muchos casos más de lo que admitirían sus mismos autores— se han diferenciado un tanto en su terminología, armazón lógica, imputaciones causales y énfasis. En consecuencia, se ha acumulado en un período relativamente corto una literatura copiosísima, en gran parte de controversia. Sólo se hará referencia a unos cuantos de los más importantes de estos escritos. Dividiremos en clases diferentes las teorías y propondremos lecturas para cada clase.

1. El primer análisis de Keynes, 1930-1935.

Keynes, J. M. *A Treatise on Money.* Nueva York, 1930, 2 volúmenes.
Este libro es la exposición básica de las ideas de Keynes sobre el dinero, en esta etapa. Los puntos fundamentales de la teoría se encontrarán en el volumen I, libro III.

Hansen, A. H. *Full Recovery or Stagnation?* Nueva York, 1938, pp. 331-343.
Hansen señala en este libro un error en las ecuaciones fundamentales de Keynes, presenta métodos para corregirlo, y evalúa las ecuaciones tal como habrían de quedar, hecha la enmienda.

2. Análisis posterior de Keynes, 1936.

Hansen, A. H. *Full Recovery or Stagnation?* Nueva York, 1938, cap. I.
Una apreciación del último análisis de Keynes. Apareció por primera vez en el *Journal of Political Economy,* octubre, 1936.

Keynes, J. M. *The General Theory of Employment, Interest and Money.* Nueva York, 1936. (El Fondo de Cultura Económica prepara una traducción española.)
Aquí presenta Keynes un análisis que difiere un tanto del expuesto anteriormente en su *Treatise on Money,* aunque —como subraya— representa una evolución de su pensamiento más que un cambio en sus puntos de vista.

Lerner, A. P. "La Teoría General del Empleo, Interés y Dinero del Sr. Keynes", *International Labor Review,* volumen XXXIV, 1936, pp. 435-454. (Hay traducción española.)
Una exposición breve, pero no fácil, de las ideas esenciales contenidas en el libro de Keynes.

Robinson, Joan. *Introduction to the Theory of Employment.* Nueva York, 1937.
Exposición breve y un tanto popular del análisis de Keynes.
Es voluminosa la exposición y crítica del último análisis de Keynes; desde el principio de 1936 apenas ha habido publi-

cación de alguna de las llamadas revistas eruditas económicas que no haya contenido por lo menos un artículo o nota sobre el tema. Aún no se ha llegado a un completo acuerdo entre los autores, pero puede apreciarse el estado presente de la controversia en los siguientes artículos:

Lutz, F. A., "El Resultado de la Discusión sobre Ahorro-Inversión", *The Quarterly Journal of Economics,* agosto, 1938, pp. 588-614.

Y una serie de artículos y notas sobre ahorro e inversión por A. P. Lerner, Oscar Lange, Myra Curtis, y F. A. Lutz en *The Quarterly Journal of Economics,* agosto, 1939, pp. 611-631.

3. El análisis de Hawtrey.

Hawtrey, R. G. *Currency and Credit.* Nueva York y Londres, 1930, capítulos I-IV.

—— *The Art of Central Banking.* Nueva York y Londres, 1932, capítulo III.

—— *Capital and Employment.* Nueva York y Londres, 1937, capítulos I-VI.

Hawtrey presentó los elementos básicos de su teoría en el primero de estos libros, pero los últimos incluyen nuevos puntos importantes y ampliaciones.

4. El análisis de Robertson.

Robertson, D. H. *Money.* Nueva York, 1929, capítulo V y p. 197. (Hay traducción española del Fondo de Cultura Económica.)

—— *Banking Policy and the Price Level.* Londres, 1932.

—— "Ahorro y Atesoramiento", *The Economic Journal,* septiembre, 1933, pp. 399-413.

—— *Essays in Monetary Theory.* Londres, 1940.

CAPITULO VII: EL METODO DE INGRESOS Y GASTOS Y EL CICLO ECONOMICO

Este tema está tratado en las obras de Hawtrey, Keynes y Robertson citadas para el capítulo VI.

Haberler, G. *Prosperity and Depression.* Ginebra, 1939, capítulo II y parte II. (Próxima edición del Fondo de Cultura Económica.)

El capítulo II de este libro describe la teoría puramente monetaria del ciclo económico tal como la presenta Hawtrey. La parte II es la propia teoría sintética de Haberler expuesta en términos monetarios, pero tomando en consideración fenómenos no monetarios.

Harrod, R. F. *The Trade Cycle.* Oxford, 1936.
Una teoría del ciclo económico similar a la contenida en el libro de Keynes *The General Theory of Employment, Interest and Money.*

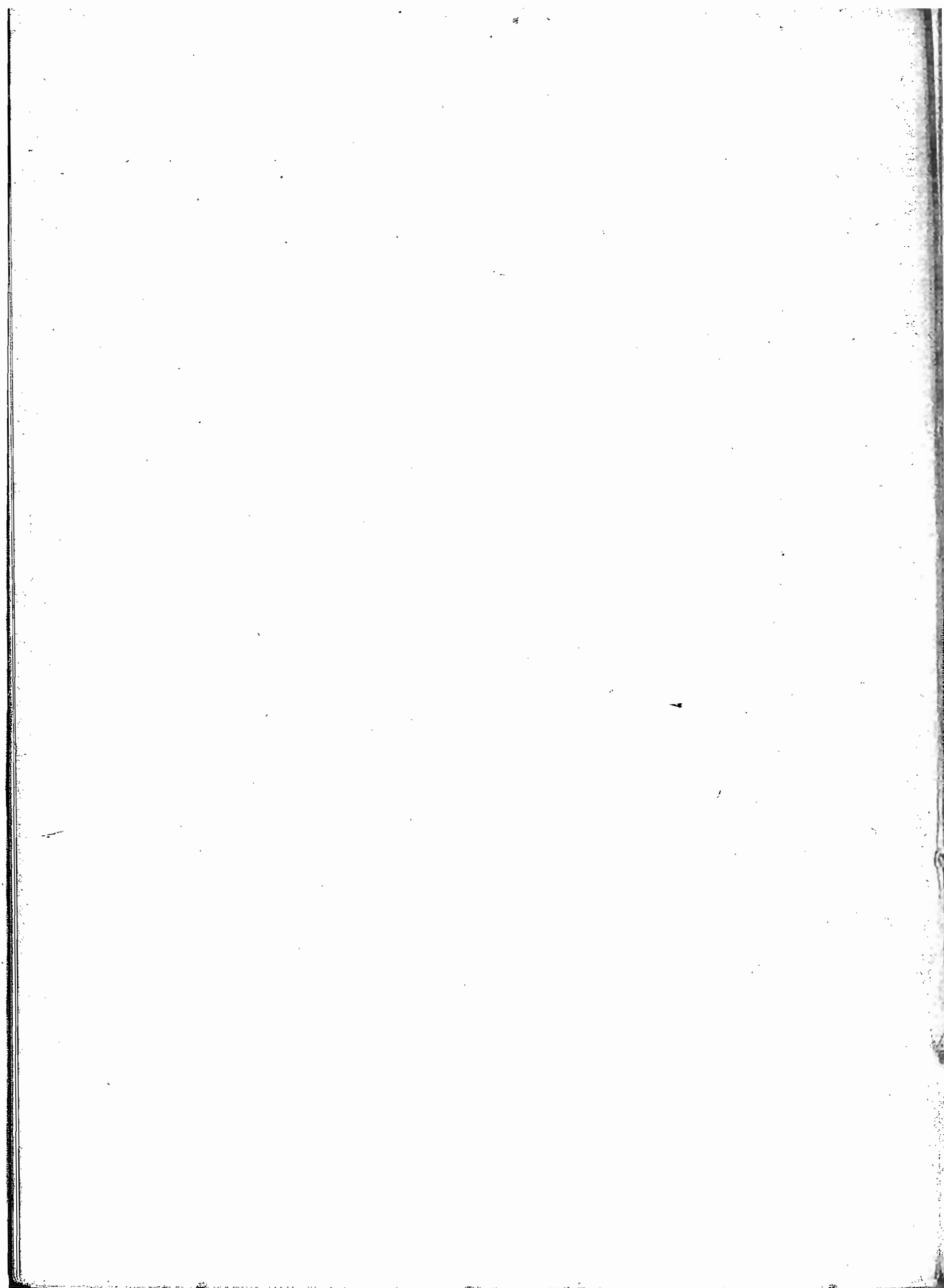
CAPITULO VIII: OBJETIVOS DE LA POLITICA MONETARIA

Durbin, E. F. M., *The Problem of Credit Policy.* Londres, 1935.
Una excelente exposición y comparación de los distintos objetivos de la política monetaria.

Gayer, A. D. *Monetary Policy and Economic Stabilization.* 2ª edición, Nueva York, 1937.
Una esclarecedora exposición de los objetivos de las políticas económica y monetaria y una apreciación de los diferentes medios que se han propuesto para el logro de estos objetivos.

Royal Institute of International Affairs. *The Future of Monetary Policy.* Londres, 1935.
Una sugestiva exposición de los objetivos de la política monetaria y de los medios de llevarlos a cabo, en la que se subrayan especialmente los aspectos internacionales del problema.

INDICE ANALITICO



INDICE GENERAL

CAPITULO III

TEORIA CUANTITATIVA: METODO DE TRANSACCIONES. SUS APLICACIONES

CAPITULO IV

TEORIA CUANTITATIVA: METODO DE SALDOS MONETARIOS

CAPITULO V

TEORIAS DEL DINERO COMO MERCANCIA

CAPITULO VI

EL PUNTO DE VISTA DE INGRESOS Y GASTOS. PRINCIPIOS GENERALES

CAPITULO VII

EL PUNTO DE VISTA DE INGRESOS Y GASTOS Y EL CICLO ECONOMICO

CAPITULO VIII

OBJETIVOS DE LA POLITICA MONETARIA

Este libro se acabó de imprimir el día 28 de marzo de 1942, en Gráfica Panamericana, S. de R. L., Pánuco, 63, México, D. F. La edición estuvo al cuidado de *Daniel Cosío Villegas* y *Javier Márquez.*

Primera edición inglesa, 1940
Primera edición española, 1942

Impreso y hecho en México
Printed and made in Mexico

Sección de obras de Economía
dirigida por Daniel Cosío Villegas

II

MANUALES INTRODUCTORIOS

Introducción a la Teoría Monetaria